

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang Masalah

Penelitian mengenai dividen masih menjadi hal yang relevan untuk diteliti. Hal ini disebabkan adanya beragam faktor yang mendasari perilaku dividen pada masing-masing perusahaan. Miller dan Modigliani mengawali dividend pada karya seminalnya di tahun 1961 yang banyak menjadi dasar bagi penelitian dividend selanjutnya. Miller dan Modigliani (MM) (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan manajer dalam mengelola aset yang dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dan dividen tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Pemegang saham bersifat *indifferent* baik terhadap *capital gain* maupun pembayaran dividen.

Saham yang berkinerja baik dipasar modal, ditandai dengan tingkat likuiditas saham yang tinggi dan kebutuhan pemegang saham akan likuiditas dapat segera dipenuhi dengan cara menjual saham likuid yang mereka miliki kapan saja, tanpa harus menunggu pembayaran dividen perusahaan. Sebaliknya, jika saham tidak likuid maka pemegang saham akan dikompensasi melalui pembayaran dividen. Pendapat MM yang demikian didasari oleh asumsi-asumsi seperti tidak adanya asimetri informasi dan biaya transaksi, sehingga dalam proporsi MM menyebabkan likuiditas saham berkorelasi negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Bannerjee et al. (2007) mengkonfirmasi temuan MM ini melalui penelitiannya di pasar modal negara maju yaitu Amerika Serikat. Bannerjee et al. menyatakan bahwa pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen adalah negatif dan mengimplikasikan bahwa likuiditas saham dan pembayaran dividen adalah bersifat substitusi. Ketika saham tidak berkinerja baik di pasar modal, maka pemegang saham akan terkompensasikan dengan pembayaran dividen. Artinya, jika saham perusahaan kurang likuid, pemegang saham akan dikompensasi dengan pembayaran dividen. Temuan lainnya

Sebagian besar penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kebijakan dividen erat kaitannya dengan tata kelola perusahaan. Tata kelola yang dimaksud meliputi perbedaan aspek legal tingkat perlindungan investor dan kondisi lingkungan institutional pasar modal. Perbedaan pada masing-masing pasar akan menghasilkan perilaku dividen yang berbeda pula. Pada pasar modal negara berkembang, yang memiliki karakteristik umum seperti adanya biaya transaksi, asimetri informasi yang tinggi, pasar yang tidak efisien, dan tingginya tingkat permasalahan agensi, menyebabkan dividen tidak berlaku sebagai sarana mitigasi asimetri informasi namun dividen merupakan dampak dari perbaikan tata kelola perusahaan. La Porta et al. (2000b) menyebutkan fenomena yang demikian dalam model *dividend outcome*.

Fenomena dividen tersebut merupakan *inverse* atau kontradiksi dari teori sinyal dividen. Teori sinyal dividen menyatakan bahwa pihak dalam perusahaan (selanjutnya: *insider*) memiliki akses dan pengetahuan akan informasi perusahaan yang lebih luas dibandingkan dengan pihak luar perusahaan (selanjutnya: *outsider*), sehingga

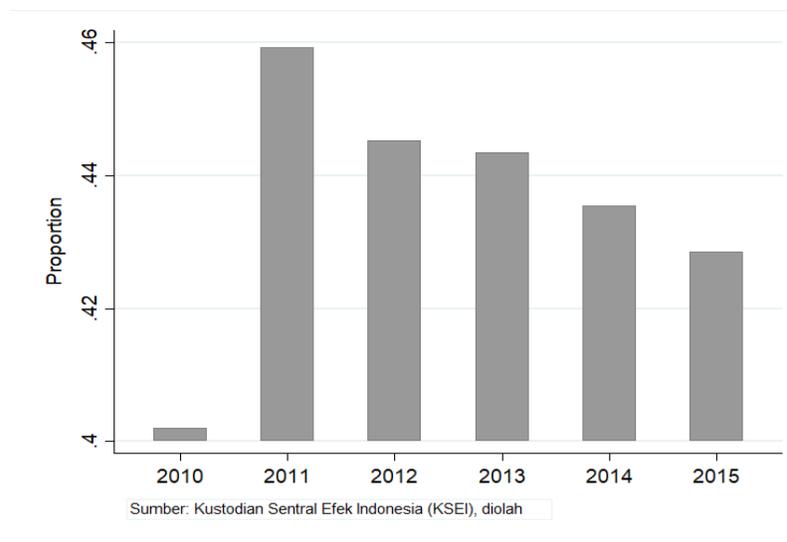
menggunakan dividen sebagai sarana mitigasi asimetri informasi (Bhattacharya, 1979; Miller et al., 1985; John dan Williams, 1985), namun jika ditemukan fenomena bahwa dividen merupakan inverse dari teori tersebut maka ketika asimetri informasi tinggi perusahaan cenderung membayar dividen yang rendah atau bahkan kemungkinan besar tidak membayar dividen. Pada kondisi yang demikian kebijakan dividen dikaitkan dengan likuiditas saham maka korelasi likuiditas saham dan kebijakan dividen adalah positif.

Kontradiksi dari teori sinyal dividen diperkuat oleh temuan dari Li dan Zhao (2008) dan Lin et al (2017). Li dan Zao (2008) menyatakan bahwa, perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang tinggi cenderung tidak membayar dividen. Lin et al (2017) mendapatkan temuan yang sama, bahwa perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang tinggi akan membayar dividen yang rendah. Penelitian lainnya memberikan hasil yang sama adalah Jiang et al. (2017). Jiang et al. (2017) mengkonfirmasi bahwa ketika tingkat likuiditas saham perusahaan rendah, maka transparansi perusahaan juga rendah, sehingga insentif insider untuk tidak membayar dividen tinggi. Berdasarkan argumen tersebut maka pada pasar modal yang tidak sempurna, kebijakan dividen tidak efektif sebagai sarana mitigasi asimetri informasi dan terjadi kontradiksi dari teori sinyal dividen.

Kebijakan dividen perusahaan sebagian besar diteliti dengan menggunakan faktor karakteristik perusahaan sebagai determinan utama, seperti penelitian oleh Smith dan Watts (1992), Fama dan French (2001), DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz (2006), namun jika menggunakan faktor karakteristik perusahaan saja maka mengabaikan sisi

informatif dari likuiditas saham. Likuiditas saham dianggap memiliki sisi informasi yang mana tidak tercermin dalam harga saham (Kyle, 1984; Kyle, 1985; Fuller, 2003).

Penggunaan pasar modal Indonesia sebagai sample dimotivasi oleh beberapa hal yang berkaitan dengan aspek legal dan insitusalional pasar dan perusahaan. Pertama, pembayaran dividen masih menjadi alternatif dalam kebijakan pembelanjaan bagi perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia dalam rangka pendistribusian surplus laba kepada para pemegang saham.

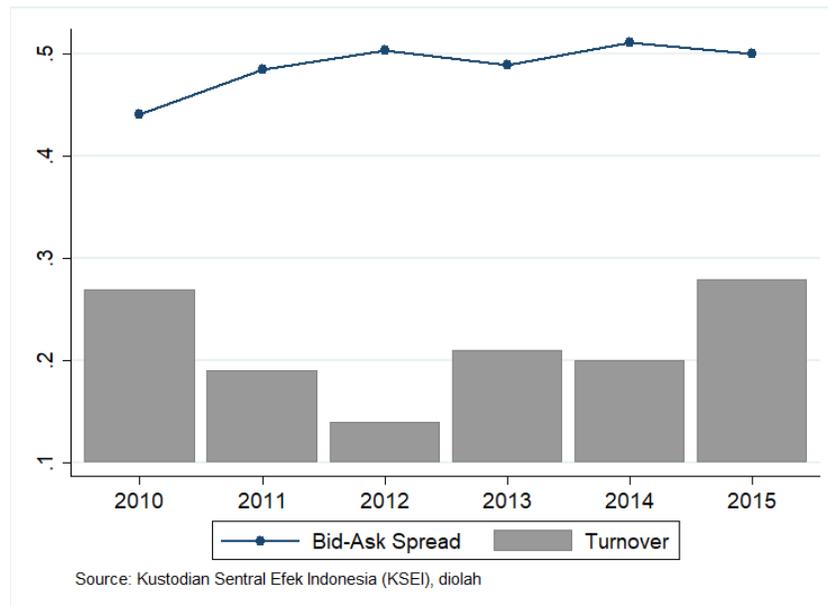


Gambar 1.1. Proporsi Perusahaan Pembayar Dividend Perusahaan Non-Keuangan Indonesia 2010 - 2015

Hal ini ditunjukkan dengan besar proporsi perusahaan pembayar dividen dari tahun 2010 hingga tahun 2015 yang tertera pada gambar 1.1. Data perkembangan dividen oleh Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) tahun 2010-2015 menunjukkan bahwa proporsi perusahaan pembayar dividen terhadap jumlah perusahaan *go public*

bervariasi dengan rata-rata sebesar 44% dan proporsi paling tinggi terlihat pada tahun 2011 sebesar 45% dan paling rendah pada tahun 2010 sebesar 42%. Data ini menjelaskan bahwa dividen masih menjadi sarana distribusi kekayaan perusahaan kepada pemegang saham dan rata-rata 40% perusahaan non-keuangan di Indonesia memutuskan membagikan dividen tunai kepada para pemegang saham, sekalipun trendnya menurun.

Kedua, Lesmond (2005) menyatakan bahwa negara berkembang mengalami peningkatan kapitalisasi pasar yang cukup signifikan. Hal ini disebabkan karena tingkat pengembalian hasil investasi di negara berkembang cukup tinggi hingga sebesar 75% per tahun dan menarik investor asing. Indonesia mengalami peningkatan likuiditas dan peningkatan perusahaan *go-public* yang cukup signifikan pada tahun 2007 ketika Bursa Efek Surabaya di-merger dengan Bursa Efek Jakarta (Baker dan Powel, 2013; Duygun et al., 2018). Perkembangan likuiditas pasar saham ditunjukkan dalam data gambar grafik 1.2. Likuiditas pasar perusahaan non-keuangan di Indonesia tahun 2010 hingga 2015 ditunjukkan dengan tren *spread* dan *turnover* yang bervariasi. Dengan adanya pola likuiditas pasar yang bervariasi artinya terdapat geliat yang aktif dalam perdagangan saham di pasar, maka diduga bahwa keputusan keuangan suatu korporasi, dipengaruhi oleh likuiditas saham di pasar.



Gambar 1.2. Likuiditas Pasar Perusahaan non-Keuangan Indonesia 2010-2015

Ketiga kepemilikan saham pada sebagian besar perusahaan di Indonesia sangat terkonsentrasi. Claessens et al., (2000) menyatakan bahwa sebesar dua pertiga dari total perusahaan *go-public* merupakan perusahaan keluarga dan anggota keluarga menduduki jabatan manajemen puncak perusahaan. Selain itu, Claessens et al. juga menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki hak arus kas yang sangat tinggi sehingga insentif insider untuk melakukan ekspropriasi terhadap minoritas juga besar.

Pada negara maju, pemegang saham dapat menuntut pembayaran dividen kepada manajemen perusahaan dan jika tidak dipenuhi maka terjadi ketidakpuasan terhadap manajemen perusahaan. Ketidakpuasan dari pemegang saham dapat mengancam posisi direktur untuk diganti atau pemegang saham mayoritas akan menggunakan hak nya untuk melakukan veto atau melakukan ancaman keluar (*threat*

*of exit*) (Kyle dan Vila, 1991; Coffee, 1991; dan Bhide, 1993). Hal ini menjadi dasar perlindungan hak minoritas atas dividen perusahaan. Di Indonesia hal ini berbeda. Dari sisi regulasi, membayarkan dividen di Indonesia diatur dalam aturan hukum dan perundang-undangan. Dua diantaranya adalah tertuang dalam *UU No.40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UU PT)*<sup>1</sup> dan *UU No. 36 Tahun 2009 Tentang Pajak Penghasilan*. Akan tetapi, dalam pelaksanaannya keputusan dividen semata-mata berada di tangan manajemen perusahaan yang mana manajemen menimbang-nimbang manfaat dan biaya dari pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hal ini memberikan gambaran bahwa tingkat perlindungan investor di Indonesia masih lemah.

Keempat, Indonesia memiliki tingkat transparansi dan *disclosure* yang rendah (*Asian Development Bank*, 2000; Mulyani et al., 2016). Pelaku pasar akan menghimpun informasi yang diperlukan baik dari laporan keuangan perusahaan maupun melihat sinyal dari likuiditas saham. Peranan lembaga audit bereputasi seperti “*Big Four*” akan meningkatkan kredibilitas laporan keuangan sehingga semakin meminimalkan *error* dan asimetri informasi. Ballesteros et al. (2017) menyatakan bahwa auditor eksternal bereputasi seperti *Big Four* mampu menurunkan error pelaporan, mendeteksi praktik akuntansi yang tidak sesuai standar formal, yang mana hal ini semua mengacu pada perbaikan kualitas pelaporan keuangan. Akan tetapi tidak semua perusahaan *go-public* di Indonesia diaudit oleh *Big Four*. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat

---

<sup>1</sup> Aturan hukum dan perundang-undangan yang berkaitan dengan dividen dapat dilihat di lampiran A1.

digambarkan kualitas dari lingkungan informasi perusahaan di Indonesia yang dinilai masih rendah.

Berdasarkan argumen-argumen tersebut di atas maka penelitian dampak dari likuiditas perusahaan yang mengacu pada kondisi lingkungan informasi dan permasalahan agensi berdampak pada kebijakan dividen menjadi relevan dilakukan di pasar modal Indonesia dan diduga akan semakin kuat pengaruhnya. Penelitian dengan menggunakan faktor likuiditas saham bukanlah merupakan hal yang baru. Hasil penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten, baik yang dilakukan di negara maju, negara berkembang, maupun pada pasar modal yang sama. Perbedaan hasil tersebut merupakan hal yang wajar karena perbedaan dari kondisi pasar, sudut pandang teori yang digunakan, dan perbedaan pendekatan metodologi.

Contoh penelitian sejenis yang dilakukan oleh Sawitri dan Sulistyowati (2016) pada perusahaan-perusahaan non-finansial di Indonesia periode 2014-2016. Pendekatan analisis statistik yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil menunjukkan korelasi yang negatif antara likuiditas saham dan kebijakan dividen. Penelitian dari negara maju dan berkembang juga tidak menunjukkan hasil yang konsisten, ada yang positif maupun negatif. Dengan ini, peneliti ingin menguji teori dan melihat konsistensi temuan dari penelitian sebelumnya pada pasar Indonesia. Penelitian ini terinspirasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Jiang et al. (2017) di China, yang mana pelaksanaannya menggunakan sample perusahaan non-keuangan di Indonesia yang juga perlu disesuaikan dengan kondisi pasar, legal, dan institusional yang ada.

## 1.2. Rumusan Masalah

Sesuai dengan latar belakang yang dijelaskan, maka rumusan permasalahan dari penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah kondisi asimetri informasi memoderasi pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah tindakan ekspropriasi memoderasi pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen?

## 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen.
2. Untuk mengetahui kekuatan yang diberikan *agency conflict* atas pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen.
3. Untuk mengetahui efek yang diberikan *asymmetry information* atas pengaruh likuiditas saham terhadap kebijakan dividen.

## 1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat yang baik, baik dari segi teoritis maupun praktis, kepada beberapa pihak antara lain:

1. Bagi dunia praktis seperti investor, diharapkan penelitian ini dapat memberikan manfaat dalam hal pengambilan keputusan investasi. Investor dapat memahami bahwa selain faktor karakteristik perusahaan, faktor yang datang dari luar, seperti mikrostruktur pasar dapat mempengaruhi besarnya pembayaran dividen yang ditunjang dengan faktor likuiditas saham. Sehingga, investor dapat mengambil keputusan yang bertujuan untuk meningkatkan kekayaan.
2. Bagi dunia praktis seperti manajemen perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan kebijakan dividen sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Selain itu, dapat menjadi sarana pengetahuan bahwa peningkatan tata kelola yang baik melalui dividen dapat dilakukan dari meningkatkan dan memperbaiki sisi informasional dari saham di pasar yang berkaitan dengan likuiditasnya dan juga dari laporan keuangan perusahaan.
3. Bagi akademisi adalah dapat memberikan penjelasan logis dan komprehensif mengenai pengaruh likuiditas saham terhadap besarnya pembayaran dividen saham-saham yang terdaftar pada pasar modal Indonesia yang mana berguna bagi penelitian selanjutnya. Tentunya dengan pendekatan teori yang relevan.

### **1.5 Lingkup Penelitian**

Ruang lingkup penelitian ini adalah pasar modal yang ada di Indonesia. Perusahaan-perusahaan yang membayarkan dividen paling tidak sekali dalam periode penelitian, 2010-2015. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan

metode purposive sampling. Isu terkait dari penelitian ini adalah sedikitnya penelitian yang mengaitkan aspek mikrostruktur pasar dalam hal ini adalah likuiditas saham terhadap kebijakan dividen. Hal ini menjadi dasar karena seorang manajer mengambil keputusan tidak hanya didasarkan pada perkembangan internal saja melainkan aspek pasar menjadi pertimbangan utama. Dasar teori yang digunakan adalah teori-teori terkait kebijakan dividen seperti teori signaling, teori dividen dan arus kas, serta teori agensi.

## **1.6 Sistematika Tesis**

Sistematika penulisan proposal ini disusun dalam 5 bagian, dimana tiap bab tersebut akan dibagi lagi menjadi sub-bab yang akan membahas pokok-pokok terkait penelitian ini secara terperinci. Berikut ini adalah sistematika dari masing-masing bab dan keterangannya:

### **Bab 1**

Bab ini berisi tentang gambaran umum penelitian, antara lain adalah latar belakang penelitian, rumusan permasalahan, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penulisan.

### **Bab 2**

Bab ini berisi penjelasan tentang teori-teori yang mendasari penelitian serta hasil-hasil penelitian sebelumnya, kerangka konseptual, pengembangan hipotesis.

**Bab 3**

Bab ini berisi tentang metodologi penelitian yang terdiri dari jenis penelitian, definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, teknik analisis data.

**Bab 4**

Bab ini berisi tentang hasil dari uji-uji statistik yang dilakukan. Antara lain, korelasi antar variabel, dekkriptif, univariate, multivariat, *robustness*. Setelah itu dilakukan diskusi pembahasan.

**Bab 5**

Bab ini berisi kesimpulan penelitian. Selain kesimpulan baik secara umum maupun khusus, dijelaskan mengenai kekurangan atau keterbatasan dalam penelitian.