

**ANALISIS KEBIJAKAN DIVIDEN KAS DAN LIKUIDITAS SAHAM
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG *GOING PUBLIC* DI BURSA
EFEK INDONESIA DITINJAU DARI *DIVIDEND SIGNALING
THEORY*
(Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia)**

Oleh:

Ferry Hendro Basuki

Abstract

This study aims to test empirically the effect of cash dividend policy on stock liquidity. The sample in this study were manufacturing companies go public on the Stock Exchange. Sampling method of data using the method of purposive sampling of 143 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange only 38 companies were eligible for analysis. The method of analysis used in this study is a simple linear regression analysis. The results showed that there was a significant positive effect of cash dividend policy and stock liquidity. This positive influence because when a company pays dividends with a high value then the investor will be interested to have the dividends because investors want an advantage over the stock transaction was doing, when the trading volume of stock trading then stock will increase then it will also increase the liquidity of shares.

Keywords: Dividend Policy, Stock Liquidity, Dividend Signaling Theory.

Latar Belakang

Pasar modal berperan dalam perekonomian dunia saat ini karena dua fungsi yang di jalankan yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Peran sebagai fungsi ekonomi karena pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana, sedangkan peran sebagai fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh *return* bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih ketika mereka berinteraksi di dalamnya. Informasi memegang peranan penting ketika para investor bertransaksi dalam bursa efek. Banyak informasi yang tersedia dan dapat diperoleh investor, baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi yang bersifat privat. Informasi tersebut sangat membantu investor ketika membuat keputusan investasi ataupun untuk membuat portofolio investasi yang paling menguntungkan dan mengurangi risiko ketidakpastian yang akan terjadi. Salah satu informasi yang terdapat di pasar modal adalah informasi tentang kebijakan dividen yang telah diputuskan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) perusahaan. Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, investor sangat membutuhkan informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan tersebut. Perubahan pengumuman pembayaran dividen mengandung informasi yang dapat digunakan para investor untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi dan memprediksi prospek perusahaan dimasa mendatang. Akibat dari perubahan dividen yang diumumkan maka harga saham akan mengalami penyesuaian. Dividen seringkali digunakan sebagai Indikator atau sinyal prospek suatu perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang *going public* mempunyai kewajiban untuk mendislosure seluruh

Informasi dan kinerja kepada investor dalam bentuk pelaporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang akan diumumkan.

Kebijakan pembayaran dividen secara teoritis akan dapat berfungsi sebagai *signaling* (Bhattacharya 1979; John dan William 1985; Miller dan Rock 1985) bagi pasar dan juga bermanfaat karena adanya *information content* yang sangat penting bagi pelaku pasar, khususnya investor maupun emiten. Tujuan utama investor adalah meningkatkan kesejahteraan mereka melalui keuntungan dalam bentuk dividen maupun *capital gain* (Sutrisno, 2001). Besarnya dividen dipengaruhi oleh besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen atau keputusan mengenai prosentase keuntungan yang akan dibagikan kepada *shareholders* dan besarnya *retained earnings* (Levy dan Semat, 1990). Selanjutnya, set kesempatan investasi memberikan dampak berupa pelemahan besaran dividen kas yang akan diberikan karena adanya keinginan manajemen untuk *reinvestment* perolehan laba operasional tahunan yang diperolehnya, (Ferry H, Basuki, 2011).

Lintner (1956) berpendapat bahwa perusahaan berusaha mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan, karena penurunan dividen akan memberikan sinyal negatif yang menggambarkan perusahaan dalam kondisi *financial distress*. Hartono (1998) mengatakan bahwa perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi kemungkinan juga akan memberikan sinyal yang tidak baik, khususnya bila dividennya turun, untuk menghindari hal ini perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi biasanya cenderung membayarkan dividen yang rendah agar tidak terjadi *dividend cut* kalau laba perusahaan turun.

Dividend signaling theory menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan di masa mendatang. Sinyal perubahan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham. Pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi (Petit, 1972 ; Aharony dan Swary, 1980 ; Asquith dan Mullins, 1983) jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Peningkatan dividen akan membuat pasar bereaksi positif dan sebaliknya penurunan dividen akan membuat pasar bereaksi negatif (Sujoko, 1999; Fatmawati, 1999; Wahyu, 2002; Mulyati, 2002). Selain penelitian-penelitian tersebut, ada juga penelitian-penelitian yang ternyata memiliki hasil yang berlawanan. Seperti penelitian dari Watts (1973) dan Gonedes (1978), keduanya menyatakan bahwa pengumuman dividen tidak mengandung informasi. Sedangkan untuk di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh (Amsari, 1993; Soetjipto, 1995; Bukit, 2000; Raharjo, 2000) menyatakan bahwa perubahan dividen tidak mempengaruhi *return* saham.

Namun penelitian lainnya yang mendukung kebijakan dividen membaca dan mengkomunikasikan informasi mengenai prospek masa depan perusahaan bagi investor yaitu, Miller dan Modigliani (1961) bahwa dalam dunia nyata perubahan dalam harga pasar sering diakibatkan oleh perubahan dalam tingkat dividen. Banyak bukti empiris mendukung pandangan mengenai dividen sebagai alat *signaling* (Baker dan Powell, 1999). Ketika banyak investor tertarik dan membeli saham tersebut maka volume perdagangan saham akan meningkat dan secara langsung akan meningkatkan likuiditas saham tersebut. Hal ini mengacu pada pengertian likuiditas saham itu sendiri, yakni , likuiditas saham merupakan ukuran jumlah transaksi saham di pasar modal dalam periode tertentu. (Conroy ef.of. 1990)

Jadi semakin tinggi volume perdagangan salam, maka saham tersebut menjadi semakin likuid. Saham yang tidak likuid akan menyebabkan kehilangan kesempatan untuk memperoleh keuntungan (*gain*) dan saham tersebut dapat *d i -clelisting* atau dikeluarkan dari bursa efek. Hal inilah yang menjadi alasan mengapa kebijakan dividen dan tingkat likuiditas saham suatu perusahaan menjadi faktor penting yang perlu diperhatikan oleh para pelaku pasar modal, khususnya investor dalam menentukan portofolio investasinya.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan pada latar belakang, maka masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : Apakah kebijakan dividen kas perusahaan berpengaruh terhadap likuiditas saham?

Kerangka Pemikiran

Kebijakan dividen merupakan keputusan strategis yang melibatkan dua kelompok kepentingan yang berbeda diantara pemegang saham dan manajemen. Kedua kelompok tersebut memandang dividen dengan kepentingannya masing-masing, seperti pemegang saham memandang dividen sebagai bentuk kompensasi atas kepemilikan terhadap saham perusahaan, sedangkan manajemen memandang dividen sebagai pengurangan terhadap potensial laba ditahan.

Modigliani dan Miller (1961) menemukan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan, sehingga dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Hal ini menunjukkan kebijakan dividen dan keputusan investasi merupakan dua hal yang tidak berkaitan (*independent*). Pendapat tersebut mendasarkan pada asumsi: pasar modal yang sempurna, perilaku rasional dari pelaku pasar modal, tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi, dari pemikiran M&M tersebut mendorong munculnya pemikiran-pemikiran atau teori-teori baru yang memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Pemikiran baru tersebut antara lain: *The residual theory of dividends* (teori dividen sisa), dividen akan dibayarkan setelah pendanaan untuk investasi terpenuhi (Brigham, 1996); peran dividen dalam mengurangi masalah keagenan atau *the role of dividends in reducing agency problem* Jensen dan Meckling, 1976); peran dividen dalam menandakan sesuatu atau *signalling role of dividends* (Lintner, 1962). Alexander *et al.* (1993) menyebutkan bahwa manajemen akan meningkatkan porsi laba perlembar saham yang dibayarkan sebagai dividen, maka mereka dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, hal ini menyarankan bahwa keputusan dividen yaitu jumlah dividen yang dibayarkan suatu hal yang penting.

Weston dan Brigham (1998), Levy dan Sarnat (1990), Van Horn (1986) menyimpulkan terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi penetapan kebijakan dividen pada perusahaan, yaitu: (1) Peraturan Hukum. Terdapat tiga hal yang ditekankan berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, yaitu: (a) Peraturan mengenai laba bersih, menentukan bahwa dividen dapat dibayar dari laba doliulu dan laba sekarang; (b) Peraturan mengenai tindakan yang merugikan pemodal, akan melindungi para kreditur dengan melarang tindakan membayar dividen dengan menyedot dana modal (pembayaran dividen dengan memakai dana modal berarti membagi-bagikan investasinya bukan membagikan keuntungannya); (c) Peraturan mengenai hak mampu bayar (*in.solvency*), menentukan bahwa perusahaan tidak membayar dividen

jika tidak mampu (berarti bahwa perusahaan dalam keadaan bangkrut), artinya jumlah utangnya lebih besar dari jumlah harta, membayar dividen dalam kondisi demikian akan berarti memberikan kepada pemegang saham tersebut dana yang sebenarnya milik para kreditur. (2) Posisi Likuiditas. Maksudnya jika laba yang ditahan telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap seperti mesin dan peralatan, bahan persediaan dan barang-barang lainnya, dan bukan disimpan dalam bentuk uang tunai maka hal tersebut dapat menunjukkan posisi likuiditas perusahaan yang rendah dan terdapat kemungkinan perusahaan tidak mampu membayarkan dividennya; (3) Perlunya Membayar Kembali Pinjaman. Perusahaan perlu menyisihkan laba sebelum jatuh tempo hutang agar keuntungan perusahaan pada saat jatuh temponya hutang tidak dibebani pembayaran seluruh hutang. Jika diputuskan pinjaman tersebut akan dilunasi, maka biasanya harus ada laba yang ditahan; (4) Keterbatasan Karena Kontrak Hutang. Dalam perjanjian hutang terdapat larangan- larangan bagi debitur sehubungan dengan pembayaran dividen, untuk melindungi pihak kreditur sehubungan dengan dana yang dipinjamkan. Pembatasan tersebut dilakukan dengan cara sebagai berikut: dividen yang akan datang hanya boleh dibayar dari keuntungan yang diperoleh sesudah ditandatangani kontrak hutang, atau dividen tidak dibayarkan jika modal kerja bersih jumlahnya lebih kecil dari suatu jumlah tertentu; (5) Tingkat Perluasan Perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan maka makin besar kebutuhannya untuk membiayai pengembangan harta perusahaan tersebut. Semakin banyak dana yang dibutuhkan dikemudian hari semakin banyak pula keuntungan yang harus ditahan dan bukan dibayarkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (dividen yang dibayarkan relatif kecil); (6) Tingkat Keuntungan. Tingkat keuntungan yang dimaksud adalah tingkat hasil pengembangan atas aktiva yang diharapkan.

Hal ini menentukan perusahaan untuk membayar dividen atau menggunakannya di dalam perusahaan; (7) Stabilitas Perusahaan. Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang relatif stabil, seringkali dapat memperkirakan bagaimana keuntungannya dikemudian hari, dengan demikian kemungkinan besar perusahaan akan membagikan keuntungannya dalam prosentase yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang keuntungannya berfluktuasi, karena tingkat kepastian untuk memperoleh laba yang diharapkan tinggi; (8) Kemampuan memasuki Pasar Modal. Perusahaan besar yang sudah mapan, dengan profitabilitas yang tinggi dan keuntungan yang stabil, dengan mudah dapat masuk ke pasar modal atau memperoleh lebih banyak sumber dana dari luar untuk pembiayaannya. Karena itu perusahaan yang sudah mapan akan mempunyai tingkat dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil atau masih baru; (9) Kontrol. Kekhawatiran berkurangnya kekuasaan kelompok dominan dalam mengendalikan perusahaan, cenderung mendorong perusahaan untuk memperbesar laba yang ditahan deini keperluan ekspansinya, yang berarti akan memperkecil pembayaran dividennya; (10) Kedudukan Pajak Para Pemegang Saham. Pada umumnya para pemilik perusahaan yang memegang sebagian besar sahamnya tergolong kelompok berpendapatan tinggi dan pembayar pajak yang tinggi. Karena kondisi perusahaan dipegang oleh kelompok ini, maka perusahaan akan membayar dividen yang rendah, untuk menghindari kelompok tersebut dari pajak penghasilan yang tinggi; (11) Pajak atas Penghasilan yang diperoleh dengan tidak wajar. Untuk mencegah perusahaan menalien keuntungan hanya untuk menghindari tarif pajak

perusahaan yang tinggi, maka dikeluarkan peraturan yang membebani pajak tambahan terhadap keuntungan atas penghasilan yang diperoleh secara tidak wajar; (12) Tingkat Inflasi. Kecenderungan kenaikan harga termasuk harga aktiva tetap menyebabkan akumulasi penyusutan tidak lagi mencukupi untuk mengganti aktiva tetap yang aus karena proses produksi, oleh karena itu perusahaan akan memperbesar porsi laba yang ditahan sehingga porsi untuk dividen menjadi berkurang.

Brigham dan Gapenski (1996:4S 7) menemukan bahwa perubahan kebijakan dividen memiliki dua dampak yang berlawanan. Jika dividen dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan, sebaliknya jika laba ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas terabaikan. Untuk menjaga kepentingan diantara para *stakeholders* tersebut, manajer keuangan dapat menempuh kebijakan dividen yang optimal. Weston dan Brigham (1990) dalam penelitiannya menemukan bahwa kebijakan dividen yang optimal merupakan pembayaran yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham. Husnan (1988:260) menguraikan bahwa teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*. Dividen merupakan sinyal bagi pasar, hasil penelitian terhadap model sinyal kebijakan dividen seperti, Firth (1996) menemukan bukti bahwa terdapat pengaruh signifikan informasi pengumuman perubahan dividen terhadap penilaian dan peramalan *earning* pada beberapa perusahaan pada industri yang sama. Temuan ini konsisten dengan pengumuman perubahan dividen sebuah perusahaan merupakan signal bagi *earnig* di masa depan dan dividen perusahaan lain sehingga mempengaruhi penilaian pasar saham suatu perusahaan. Penelitian sejenis juga telah dilakukan oleh Batthacharya (1979), John dan William (1985), Miller dan Rock (1985) yang memberikan bukti empirik bahwa perilaku *earning* mengikuti perubahan dividen. Healy dan Palepu (1988) menemukan bahwa perubahan abnormal *earning* pada awalnya mengikuti dividen sedangkan Ofer dan Siegel (1987) dan Carrol (1992) mencatat bahwa revisi peramalan para analis mengikuti perubahan dividen.

Lang dan Litzenberger (1989) menduga bahwa perubahan dividen memiliki muatan informasi tentang investasi perusahaan di masa depan. Sedangkan Souza dan Saxena (1999) menyatakan bahwa kebijakan dividen sebagai rasio pembayaran dividen perusahaan yang menggunakan prosentase kepemilikan institusional terhadap jumlah saham perusahaan sebagai proksi biaya agensi, selanjutnya temuannya mengindikasikan terdapat hubungan antara kebijakan dividen dan kesempatan investasi yang secara statistik tidak signifikan.

Divfdend signaling theory pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). Ide dasar dalam model ini adalah bahwa perusahaan melakukan penyesuaian dividen untuk menunjukkan sinyal akan prospek perusahaan. *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cas/i dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang (Miller & Rock, 1985). Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko,1999 ; Fatmawati,

1999 ; Wahyu, 2002; Mulyati, 2002, menunjukkan hasil bahwa apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Perubahan pembayaran dividen ini mengandung informasi yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan akibatnya terjadi penyesuaian harga saham ketika perubahan dividen diumumkan (Petit, 1972 ; Aharony dan Swary, 1980 ; Asquith dan Mullins, 1983). Di sekitar tanggal pengumuman dividen, peningkatan dividen secara umum menimbulkan *abnormal returns* yang positif bagi investor. Hal ini disebabkan karena pada umumnya peningkatan dividen di interpretasi sebagai sebuah kebijakan yang mengandung informasi baik dalam kaitannya dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Menurut Ross (1977) terdapat 3 syarat yang perlu diperhatikan dalam kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu: (1) Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk; (2) Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses; (3) Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang).

Wolk and Tearney (1997), menemukan dalam penelitiannya bahwa perusahaan yang memberikan informasi yang bagus akan membedakan mereka dengan perusahaan yang tidak memiliki “berita bagus” dengan menginformasikan kepada pasar tentang keadaan mereka. Pasar hanya akan merespon sinyal secara positif jika pemberi sinyal kredibel. Oleh karena itu, perusahaan harus bisa menunjukkan kredibilitasnya.

Likuiditas saham merupakan ukuran jumlah transaksi saham di pasar modal dalam periode tertentu Conroy *et. al.* (1990). Semakin tinggi volume aktivitas perdagangan saham maka semakin tinggi likuiditas saham, hal ini berarti bahwa saham tersebut semakin diminati oleh para investor dan hal tersebut akan meningkatkan harga saham yang bersangkutan. Pada kenyataannya tidak semua saham mudah ditransaksikan atau dengan kata lain mengalami kesulitan likuiditas. Saham yang tidak likuid akan menyebabkan kehilangan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan (*gain*). Jadi semakin likuid suatu saham berarti jumlah volume transaksi perdagangan saham semakin tinggi. Hal tersebut juga akan menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi. Minat yang tinggi dimungkinkan karena saham yang likuiditasnya tinggi memberikan kemungkinan yang lebih tinggi untuk mendapatkan *return* dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah sehingga tingkat likuiditas saham biasanya akan mempengaruhi harga saham yang bersangkutan.

Salah satu faktor yang menentukan nilai saham suatu perusahaan adalah tingkat likuiditas saham tersebut. Semakin cepat suatu asset dapat berubah menjadi uang maka semakin tinggi likuiditasnya. Dengan demikian likuiditas saham ditentukan oleh apakah saham tersebut mudah diperjualbelikan dalam jangka waktu singkat dan diminati investor. Parameter yang sering digunakan untuk mengukur likuiditas suatu saham Conroy *et. al.*

(1990) adalah : (1) Volume perdagangan saham, Volume perdagangan saham merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume saham yang diperdagangkan di pasar; (2) Tingkat *Spread*, Tingkat *Spread* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter perbedaan atau selisih antara harga tertinggi yang diminta untuk membeli dengan harga terendah yang ditawarkan untuk menjual (*Bid-Ask Spread*), diukur dengan menggunakan presentase; (3) Harga saham, Harga saham merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter harga-harga saham di pasar; (4) Volatilitas harga saham, Volatilitas harga saham merupakan suatu instrument yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi parameter pergerakan harga-harga saham di pasar.

Penelitian terdahulu tentang likuiditas saham pernah dilakukan sebelumnya oleh Putu Gede Wisnu, 1996 ; Hani Ariawati, 1997 ; Novita Indri, 1998. Putu Gede Wisnu meneliti tentang tingkat likuiditas saham perusahaan yang membagikan dividen selama periode 1992-1995. Dari penelitian tersebut diketahui telah terjadi perubahan pada tingkat likuiditas saham sejak saat perusahaan melakukan pengumuman akan ada pembagian dividen. Berdasarkan penelitian tersebut dapat dilihat bahwa pasar modal di Indonesia terlalu cepat bereaksi terhadap informasi yang ada. Hal ini membuat semua informasi yang berkenaan dengan saham sangat dibutuhkan oleh investor dalam melakukan transaksi saham, karena investor mengharapkan keuntungan dari transaksi saham yang dilakukannya.

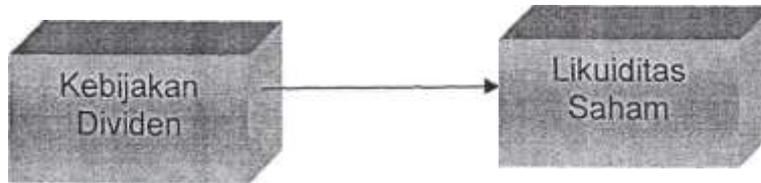
Aktivitas perdagangan saham di pasar modal dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Salah satu faktor yang mempengaruhinya adalah informasi yang masuk ke pasar modal itu sendiri. Salah satu informasi yang terdapat di pasar modal adalah informasi mengenai kebijakan dividen yang diambil perusahaan. Pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi (Petit, 1972 ; Aharony dan Swary 1980 ; Asquith dan Mullins, 1983) jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Peningkatan dividen akan membuat pasar bereaksi positif dan sebaliknya penurunan dividen akan membuat pasar bereaksi negatif (Sujoko, 1999 ; Fatmawati, 1999 ; Wahyu, 2002 ; Mulyati, 2002).

Volume perdagangan saham juga tidak terlepas dari adanya informasi yang beredar di bursa saham. Likuiditas saham merupakan ukuran jumlah transaksi saham di pasar modal dalam periode tertentu (Conroy *et.al.* 1990). Semakin tinggi volume aktivitas perdagangan saham maka semakin tinggi likuiditas saham, hal ini berarti bahwa saham tersebut semakin diminati oleh para investor dan hal tersebut akan meningkatkan harga saham yang bersangkutan. Saham yang tidak likuid akan menyebabkan kehilangan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan (*gain*).

Jadi semakin likuid suatu saham berarti jumlah volume transaksi perdagangan saham semakin tinggi. Hal tersebut juga akan menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi. Minat yang tinggi dimungkinkan karena saham yang likuiditasnya tinggi memberikan kemungkinan yang lebih tinggi untuk mendapatkan *return* dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah sehingga tingkat likuiditas saham biasanya akan mempengaruhi harga saham yang bersangkutan.

Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis yang diajukan adalah :
 Ha : Pembayaran dividen kas berpengaruh positif terhadap likuiditas saham.

Berdasarkan paparan teori dan penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, maka model penelitiannya adalah sebagai berikut:



Model diatas menggambarkan pengaruh kebijakan dividen kas (variabel independen) terhadap likuiditas saham yang dalam hal ini diproxikan dengan volume aktivitas perdagangan saham.

Metode Penelitian

Pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dimana sampel perusahaan yang dipilih berdasarkan pada Criteria yang telah ditentukan. Kriteria-kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut (1) Perusahaan inanufaktur yang terdaftar dan aktif memperdagangkan sahamnya di BEI sejak tahun 2000-2004; (2) Mempublikasikan laporan keuangan secara konsisten dari tahun 2000- 2004; (3) Pernah membagi dividen selama periode dimaksud, yakni tahun 2000-2004.

Kriteria peientuan sampel :

Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI Tahun 2000	399
Perusahaan non manufaktur	256
Perusahaan manufaktur	143
Perusahaan manufaktur yang datanya tidak lengkap	105
Perusahaan yang dianalisis	38

Sumber: Data Olahan 2010

Definisi variabel dan pengukuran variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel dependen (variabel terikat) dan variabel independen (variabel bebas). Variabel dependen adalah variabel utama yang menjadi sasaran penelitian, dalam penelitian ini variabel dependen adalah likuiditas saham. Dimana likuiditas saham menurut Conroy *et. al.* (1990) adalah “ Likuiditas saham merupakan ukuran jumlah transaksi saham di pasar modal dalam periode tertentu ” Likuiditas saham diukur dengan menggunakan volume perdagangan saham tahunan.

Dimana kebijakan dividen kas menurut Zaki Baridwan (1994) “ Kebijakan dividen kas (cash dividend) adalah dividen dalam bentuk kas (uang tunai) ” Kebijakan dividen kas diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Brigham dan Gapenski, 1996).

Metode pengumpulan data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Daftar perusahaan yang *go public* diperoleh dari harian media Indonesia yang dipublikasikan. Sedangkan data mengenai kebijakan dividen kas perusahaan (DPR), dan volume perdagangan saham tahunan diperoleh dari *Indone.Sian Capital Market Directory (ICMD)* Tahun 2000-2005.

Uji asumsi klasik

Salah satu ketentuan yang harus dipenuhi dalam penggunaan model analisa regresi linier adalah melakukan evaluasi ekonometrik agar menghasilkan *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Maksud pelaksanaan evaluasi ini adalah untuk mengetahui apakah penggunaan model regresi linier sebagai alat analisis telah memenuhi beberapa asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah : (1) Uji Autokorelasi; (2) Uji Heteroskedastisitas; (3) Uji Normalitas.

Pengujian hipotesis

Dalam penelitian ini digunakan model analisis regresi linier sederhana dengan menggunakan bantuan program SPSS 11.00. Model yang digunakan dalam pengujian hipotesis adalah : $LS = a + bKDk + e$

LS	=	Likuiditas Saham
a	—	Konstanta
KDk	—	Kebijakan Dividen Kas
e	—	Error

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil dari analisis data berdasarkan pengamatan sejumlah variabel yang dipakai dalam model regresi linier sederhana. Sebagaimana yang telah diuraikan, bahwa penelitian ini melibatkan satu variabel dependen dan satu variabel independen. Variabel dependen adalah likuiditas saham sedangkan variabel independen yaitu kebijakan dividen.

Data yang digunakan sebagai sampel penelitian ini adalah seperti yang nampak pada Tabel 1. yaitu data yang sudah ditransformasikan ke *log*. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk mengurangi *range* yang terlalu jauh antara data yang digunakan, karena data DPR menggunakan satuan persen sedangkan data VPS menggunakan satuan Rupiah. Data yang sudah ditransformasikan ke *log*.

Tabel 1 Deskripsi Statistik

	N	Minimu	Maksimu	Mean		Std	Skewness	
	Statistika	Statistik	Statistik	Statistik	Std.error	Statistika	Statistika	Std.error
VPS	102	1.28	6.92	4.0803	.1369	1.38224	.224	.239
DPR	102	0.53	2.86	1.5087	.0364	.36720	.789	.239
Valid N	102							

Sumber: Hasil Data Olahan 2012

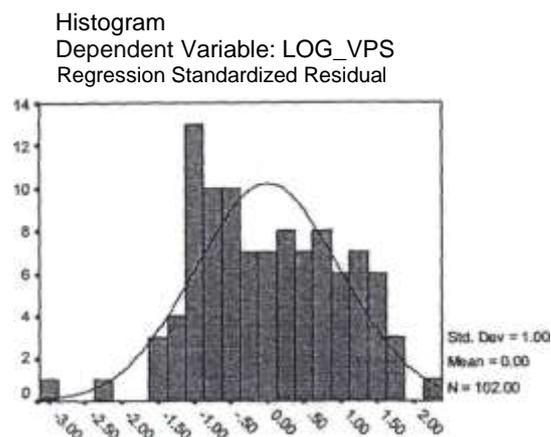
Dari Tabel 1. di atas, menunjukkan bahwa jumlah data yang didistribusi adalah 102 dengan VPS terkecil adalah 1.28 dan VPS yang terbesar adalah 6.92, rata-rata VPS adalah 4.0803 dengan standar deviasi sebesar 1.38224. DPR terkecil adalah 0.53 dan DPR terbesar adalah 2.86, rata-

rata DPR adalah 1.5087 dengan standar deviasi sebesar 0.36720. Skewness digunakan untuk mengukur kemencengan dari data. Data yang terdistribusi secara normal mempunyai nilai skewness mendekati nol (0). Dari Tabel 1. di atas menunjukkan nilai skewness VPS sebesar 0.224, DPR sebesar 0.789, sehingga data VPS, dan DPR mendekati normal.

Uji normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Berikut ini ditainpikan hasil output grafik histogram dan grafik normal plot.

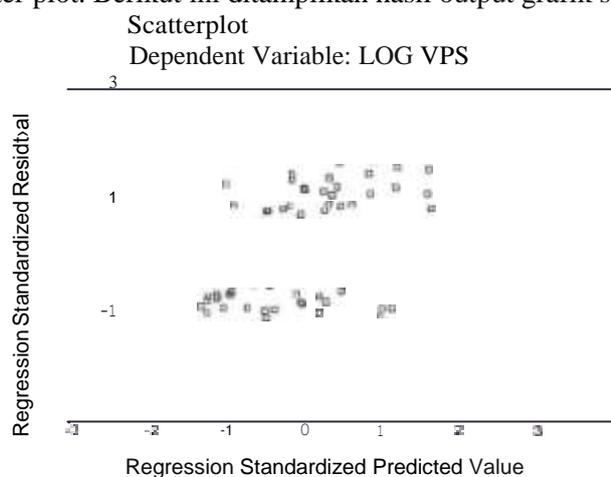
Gambar 1
Histogram



Dengan melihat tampilan grafik histogram maupun grafik normal plot dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang normal. Sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik — titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Kedua grafik ini menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

Uji heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini uji heteroskedastisitas dilakukan dengan metode grafik scatter plot. Berikut ini ditampilkan hasil output grafik scatter plot.



Pada gambar grafik diatas, scatter plot menunjukkan tidak terjadinya heteroskedastisitas karena tidak ada pola yang jelas, serta titik — titik menyebar diatas dan dibawah angka nol pada suinbu Y Uji autokorelasi

Uji asumsi ini dimaksudkan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak. Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan uji D-W dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2
Hasil uji Durbin — Watson

Model	R	R Square	Adjusted RSquare	Std.error of the estimate	Durbin-Watson
1	.408a	.167	.159	1.26797	.900

Sumber: Hasil Data Olahan 2012

Dari tampilan output SPSS terlihat bahwa nilai D-W hitung adalah 0.900 sedangkan nilai D-W tabel untuk $n = 38$ dan $k = 1$ adalah 1,43 untuk batas bawah (d_1) dan untuk batas atas (d_u) adalah 1,54 dapat dilihat pada tabel Durbin - Watson. Oleh karena D-W 0.900 berada di bawah $d_1 = 1,43$ dengan $n = 38$ dan $k = 1$, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat autokorelasi positif dan salah spesifikasi.

Tabel 3
Tabel Durbin — Watson

n	k = 1	
	d_1	d_u
15	0.82	1.75
38	1.43	1.54
50	1.42	1.67

Sumber : J. Durbin dan G. Watson

Setelah melewati pengujian asumsi klasik berupa uji normalitas, uji heterokedasitas dan uji autokorelasi, ditemukan bahwa ternyata tidak ditemukan adanya autokorelasi dan heterokedasitas. Ini berarti bahwa, secara keseluruhan model adalah fit (*overall fit*). Dengan demikian, model ini dapat dipakai untuk analisis selanjutnya.

Hasil penelitian diuji dengan melihat F value dan T value pada regresi linier sederhana dengan model .

$$LS = a + bKDK + e$$

Tabel 4
Hasil Regresi Uji t

Model	Unstandardizes Koefisien		Standardize d Koefisien	t	Sig.
	B	Std.Erro	Beta		
1 (Konstan)	1.761	.533 .344	.408	3.301	.001 .000
LOG DPR	1.538			4.475	

Sumber: Hasil Data Olahan 2012

Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut diatas, maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut

$$LS = 1.761 * 1.538 + e$$

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa koefisien B_0 sebesar 1.761 menunjukkan besarnya konstanta dari likuiditas saham tanpa dipengaruhi variabel — variabel lain. Artinya likuiditas saham akan naik sebesar 1.761 jika tidak dipengaruhi oleh faktor — faktor lain.

Tabel tersebut juga dapat dilihat bahwa adanya pengaruh yang signifikan positif antara kebijakan dividen kas terhadap likuiditas saham. Hal ini dibuktikan dengan nilai p sebesar 0.000 atau $<$ dari $p = 0.05$, yang mengindikasikan bahwa ada pengaruh yang signifikan positif antara kebijakan dividen kas terhadap likuiditas saham. Dengan demikian hipotesis yang diajukan diterima.

Tabel S
Hasil Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adj R Square	Std.Error of the estimate
1	.408a	.167	.159	1.26797

Sumber: Hasil Data Olahan 2012

Semakin besar nilai koefisien determinasi, maka semakin besar kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat. *Adjusted R square* sebesar 15.9 % diperoleh dari Tabel S. Itu berarti bahwa dalam penelitian ini variabel independen hanya mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 15.9 % dan sisanya 84.1 % merupakan pengaruh variabel independen di luar persamaan model regresi.

Walaupun kemampuan variabel dependen dalam mempengaruhi variabel independen hanya 15.9 % tetapi penelitian ini telah berhasil membuktikan bahwa kebijakan dividen kas berpengaruh signifikan positif terhadap likuiditas saham dan mendukung hipotesis yang diajukan.

Hal ini karena, menurut *Dividend signaling theory* yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi pasar terhadap harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang (Miller & Rock, 1985.)

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh kebijakan dividen kas terhadap likuiditas saham perusahaan manufaktur yang listing di BEF periode 2000 — 2004 dengan sampel penelitian sebanyak 38 perusahaan. Terdapat satu variabel independen kebijakan dividen kas dan satu variabel dependen likuiditas saham.

Kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap likuiditas saham karena nilai p sebesar 0.002 $p = 0.05$. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung mendukung hipotesis yang diajukan. Jadi ketika terjadi peningkatan dividers maka harga saham tersebut juga akan meningkat, dan ketika harga saham meningkat, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini akan memberikan suatu sinyal yang positif kepada para investor mengenai prospek perusahaan di masa depan. Selain itu dapat memancing para investor atau calon investor untuk memiliki saham tersebut karena sifat investor yang pada umumnya adalah spekulatif. Ketika investor membeli saham tersebut :naka terjadi peningkatan perdagangan saham yang secara langsung juga meningkatkan likuiditas saham. Dengan demikian kalau terjadi peningkatan dividen, maka pasar akan langsung bereaksi secara positif dan akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan tersebut.

Keterbatasan Penelitian dan Saran

Isi kesimpulan di atas dari hasil penelitian ini masih bersifat temporer dan terbuka untuk dikaji ulang oleh para peneliti lainnya di masa yang akan datang. Hal ini karena penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan diantaranya :

- a. Penelitian ini hanya mengambil sampel 38 perusahaan yang dipilih secara *purposive sampling* dengan periode tahun yang pendek yaitu 5 tahun, sehingga akan berakibat pada hasil penelitian tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi pada seluruh perusahaan.
- b. Penelitian ini hanya menekankan pada variabel kebijakan dividen kas, dan mengasumsikan faktor — faktor lain adalah konstan. Karena berdasarkan hasil analisa dalam penelitian ini, nilai *Adjusted R square* sebesar 0.159 (15.9%) dirasa masih sangat rendah sehingga secara signifikan variabel independen hanya mempunyai pengaruh yang lebih kecil terhadap likuiditas saham. Hal ini mengindikasikan bahwa masih terdapat faktor - faktor lain yang mempengaruhi likuiditas saham.

Daftar Pustaka

- Alexander, *et al*, 1993. *Fundamental of Investment*, Second Edition, Prentice-Hall Inc. Arief, S. 1993. *Metodologi Penelitian Ekonomi, Edisi 1*, Jakarta: UI Press.
- Basuki, Ferry H. 2011, Hubungan Aliran Kas Bebas dan Kebijakan Dividen: Set Kesempatan Investasi sebagai Variabel Moderasi, *Sosialita Jurnal Ilmu Administrasi* Vol. 1, No. 2, April 2011
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*. (Spring); 259-270.
- Brigham dan Gapenski, 1996. *Intermediate Financial Management*, 5th ed, Dryden Press Harcourt Brace College Publishers.
- Carroll, T. J, 1992. The Information Content of Quarterly Dividend Changes. *Working Paper*, Univ of Iowa.
- Christie, Andrew, 1989. Equity Risk, the Opportunity Set, Production Costs, and Debt, Working Paper Univ, of Rochester.
- Christie, Andrew., dan J.L. Zimmerman. 1994. Efficient and Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *Accounting Review* (October) : 539-566.
- Chung, K and C. Charoenwong, 1991. Investment Option, Assets-in-place, and the Risk of Stocks, *Financial Management* 20, 3, p. 21-33.
- Cooper D.R., dan Emory W.C, 1995. *Business Research Methods*. Fifth Edition. New York: Irwin.
- Easterbrook, Frank H, 1984. Two agency-cost explanation of dividend. *American Economic Review*. Vol. 74, September, pp. 650-659.
- Fauzan, 2002. Hubungan biaya keagenan, risiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. *Tests*. Pascasarjana FE UGM. Yogyakarta.
- Fijrijanti, Tetet, 2000. Analisis Korelasi Pokok IGS dengan Realisasi Pertumbuhan Kebijakan Pendanaan dan Dividen, *Tesis*, Pascasarjana FE UGM.
- Firth, M., 1996. Dividend Changes, Abnormal Returns and Intra Industri Firm Valuation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 2, June, pp. 189-211

- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis. Prentice Hall International*, Second Edition. New Jersey.
- Gaver, J.J., and Gaver, K.M, 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16. pp. 125- 160.
- Ghozali, Imam, 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Inc, 3^d edition.
- Gul, Ferdinand A., and Tsui, Judi. S.L, 1998. A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics* 24, 219-237.
- Gul, Ferdinand A, 1999. Growth oppominities, capital structure and dividen policies in Japan. *Journal of Corporate Finance* Vol./ 5. pp.141-168.
- Hair, J.E. Jr, Anderson, R.E; Tatham, R.L; Black, W.C. 1998. *MuJtivariate Data Analysis. Fifth edition*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Hartono, J, 1998. *Teori Portofolio dan Analisa Investasi*. Edisi Pertama, BPFPE. Yogyakarta.
- Healy, P.M., and K.G. Palepu, 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Financial Economics* (September), 1 49- 175.
- Husnan, Suad, 1988. *Manajemen Keuangan, Keputusan Investasi dan Pembelanjaan*, Edisi Kedua, FE UGM Yogyakarta.
- Husnan, Suad, 1990. Penggunaan P/E Ratio dalam Penilaian Saham: Suatu Analisis Lebih Lanjut, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No. 2. Februari.
- Jati, I Ketut, 2002. Relevansi nilai dividen yield dan price earning ratio dengan moderasi investment opportunity set (IOS) dalam penilaian harga saham. tests. Pascasarjana FE UGM. Yogyakarta.
- Jensen, MC., and Meckling, W.H, 1976. Theory of the firm: Managerial Bahavior, Agency cost and Ownership Structure. *Journal of Finance and ñ6'Ooooif6S*,3, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C, 1986. Agency costs of free cas flow, corporate finance, and takeovers. *American EcOnomic Revfew*. May. Pp 323-329.
- Jensen, Michael C. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal Df Economics Perspectives* 2:21-48.
- John, K., and William, J. 1985. Dividend, Dillutions and Taxes: a Signaling Equilibrium. *Journal o/NfflOnce*, Vol. 40, September.
- Kallapur, Sanjay, 1994. Dividend Payout ratio as determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and economics*. Pp. 359-375.
- Kallapur, Sanjay., and Trombley. Mark. A, 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth, *Journal o/ Business & Accounting* 26, April/May. P. 505-519.
- Kallapur, Sanjay., and Trombley. Mark. A, 2001. The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *IvLanagerial Finance*. Vol. 27. No.3 pp3-15.
- Kieso, Donald E and Weygandt, JerryJ, 1989. *Intc•rmediate Accounting*. John Wiley & Sons, Inc. New York. Ninth Edition.
- Kusumawati, Fariyana, 2003. Hubungan biaya keagenan, risiko pasar dan kesempatan irivestasi dengan kebijakan dividen: posisi kas sebagai variabel penioderas i. *Tel/ is*. Pascasarjana FE UGM. Yogyakarta.

- Lang, L. H., and R. H. Litzenberger, 1989. Dividen Announcements: Cash Flow Signalling versus Free Cash Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 181-192.
- Levy, H dan M. Sarnat, 1990. Capital investment and financial decision. Fourth Edition. Prentice-Hall Inc.
- Linter, I, 1956. Distribution of income of corporation among dividends, retained earning, and taxes. *The American Economics Review*, May, pp 97-113.
- Miller, M and K. Rock. 1985. Dividend Policy, Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. (Desember): 1031-1051.
- Modigliani, F and M. Miller, 1961. Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares, *Journal of Business*, Pp 411-433.
- Myers, S. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, No. 5, 147-175.
- Ofer, A.R. and D.R. Siegel, 1987. Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectation, *Journal of Finance* (December), pp. 889-911.
- Pagulung, Gagaring, 2003. Penelitian Set Kesempatan Investasi Dalam akuntansi dan Keuangan, *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, Vol.1, No. 1, April, hal 1-11.
- Prasetyo, A, 2000. Asosiasi Antrara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari BEJ, *Tesis*, Pascasarjana FE UGM.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Bradford, D. Jordan, 2000. "Fundamentals of Corporate Finance" Irwin McGraw-Hill, Boston, Fifth Edition.
- Santoso, Singgih. 2000. *Buku Latihaii SPSS*. Edisi Pertama, PT. Gramedia Jakarta. Sekaran, Uma, 2000. *Research Methods For Business*. Third Edition John Wiley & Sons, Inc.
- Smith, C. W and R.L. Watts, 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, Vol.32.
- Souza, Juliet D., and Saxena, Atul K, 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy- An International Perspective *Managerial Finance*, Vol 25, No. 6. pp. 35-43.
- Subekti, Imam, 2000. Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan Serta Implikasinya Pada Harga Saham, *Tesis*. Pascasarjana FE UGM, Yogyakarta.
- Sutrisno, 2001. Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi dividen payout ratio pada perusahaan publik di Indonesia. Working Paper.
- Stewczyk, Samuel H., Tsetsekos, George P., Zantout, Zaher, 1996. The valuation of corporate R&D expenditure: evidence from investment opportunities and free cash flow. *Financial Management*. pp. 105-110.
- Van Horn, James C, 1986. *Financial Management and Policy*, Seventh edition, Prentice- Hall.
- Voght, Stephen C, 1994. The cash flow investment relationship: evidence from U.S. Manufacturing firms. *Financial Management*. ' pp. 3-20.
- Weston, J. Fred and Eugene P. Brigham, 1988. *Managerial Finance*, Penerbit Erlangga, Edisi 7.