

Likuiditas Saham Dan Kebijakan Dividen: Bukti Dari Lingkungan Yang Menganut Sistem Pajak Tradisional

Alexander Natanael Silaban¹; Hersugondo²

¹*alexandersilaban77@gmail.com*; ²*hersugondo@live.undip.ac.id*
Universitas Diponegoro Semarang

Abstract: *This research has the purpose to identify whether stock liquidity has a correlation with dividend policy on companies that listed in Indonesia stock exchange from 2017 until 2019. After controlling endogenous factor that determining dividend policy, Findings shows that stock liquidity doesn't have a correlation to dividend policy because Indonesia has conventional tax system. Furthermore, writer finds that profitability and company leverage affect positively dividend policy.*

Keywords : *Dividen payout; Stock liquidity; Tax System; Informational Effect.*

PENDAHULUAN

Pandangan transaksi tradisional menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara likuiditas saham dengan pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa pembayaran dividen tidaklah relevan dan kekayaan pemegang saham hanya ditentukan oleh keputusan investasi perusahaan dan kebijakan pembayaran yang independen. Lebih lanjut lagi, pandangan ini menyatakan bahwa pemegang saham dapat membuat *homemade dividends* yang memiliki biaya yang rendah dengan menjual proporsi saham mereka. Implikasi pandangan Miller dan Modigliani adalah perusahaan yang memiliki likuiditas saham yang tinggi seharusnya membayar dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki likuiditas saham yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Banerjee et al. (2016) menemukan bahwa perusahaan U.S. yang memiliki likuiditas yang rendah cenderung membayar dividen dengan mendukung pandangan transaksi tradisional sebelumnya.

Bagaimana pun penelitian yang dilakukan oleh Banerjee et al. (2016) mengabaikan karakteristik atau kondisi pasar modal yang berlaku di U.S. Hal ini dikarenakan pasar modal di U.S. sudah maju dibandingkan pasar modal negara-negara lain oleh karena itu penelitian tersebut mengabaikan adanya bias yang

mungkin terjadi akibat karakteristik tertentu pasar modal di negara tersebut. Penelitian tersebut juga mengabaikan efek informasi yang ada pada likuiditas saham terhadap kebijakan dividen. Hal ini sudah lama diungkapkan bahwa likuiditas dapat mengurangi asimetri informasi antara *insiders* dan *outsiders* perusahaan dengan memproduksi lebih banyak informasi. Pada model standar informasi perdagangan, Likuiditas dapat membantu pihak yang diinformasikan untuk menyamakan informasi pribadi yang tidak terefleksikan pada harga (Kyle, 1984). Oleh karena itu, tambahan nilai informasi adalah tinggi ketika saham bersifat sangat likuid (Holmstrom dan Tirole, 1993). Untuk mendapatkan lebih banyak *capital gain*, para pelaku spekulasi akan lebih banyak menghabiskan waktu dalam mencari informasi.

Efek informasi yang terkandung dari likuiditas saham mungkin membentuk pihak pengendali perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Easterbook (1984) dan Jensen (1986), pembayaran dividen menurunkan laba ditahan yang pihak pengendali dapat gunakan untuk kepentingan pribadi atau proyek investasi yang tidak menguntungkan perusahaan demi kepentingan pribadi. Sebagai konsekuensi, pihak pengendali perusahaan cenderung menahan laba perusahaan dibandingkan membayar dividen. Bagaimana pun, pihak pengendali perusahaan selalu berhadapan dengan analisis biaya-keuntungan dalam menentukan apakah membayar atau tidak membayar dividen. Ketika informasi di lingkungan pasar modal sudah mulai tidak jelas atau tidak dapat menjelaskan kondisi perusahaan, pihak pengendali perusahaan akan memiliki inisiatif yang lebih kuat untuk menyimpan lebih banyak kas untuk kepentingan pribadi karena mereka dapat menyimpan demi kepentingan pribadi tanpa diketahui (Stiglitz, 2000; Leuz et al., 2003). Tetapi, adanya transparansi yang tinggi dan lebih banyak perdagangan informasi di pasar modal menyebabkan kepentingan pengendali perusahaan lebih cepat dideteksi dan lebih berisiko (Li & Zhao, 2008; Petrsek, 2012) dan meningkatkan biaya yang dikorbankan oleh pihak pengendali perusahaan dalam melakukan kepentingan pribadi yang dibiayai oleh laba yang ditahan. Lebih lanjut lagi, menjaga dan memperbanyak laba ditahan dibandingkan mendistribusikannya

kepada pemegang saham akan menghancurkan reputasi pihak pengendali perusahaan sebagai akibat kurangnya komitmen dalam menjaga kekayaan pemegang saham (Gomes, 2000) sehingga memberikan valuasi yang tidak baik pada perusahaan (Gomes, 2000; Kalcheva & Lins, 2007; Karpavicius & Yu, 2015) dan memperburuk untuk mendapatkan pendanaan dari luar perusahaan seperti pinjaman dan lain sebagainya. Dengan adanya peningkatan perdagangan informasi di pasar modal akan menyebabkan meningkatnya biaya yang dikorbankan pihak pengendali perusahaan dalam menggunakan laba yang ditahan, hal ini menyebabkan meningkatnya likuiditas saham dan peningkatan pembayaran dividen perusahaan (La Porta et al., 2000a, 2000b).

Pada artikel ini, penulis membahas efek informasi dari likuiditas saham terhadap pembayaran dividen dengan menggunakan data perusahaan di Indonesia. Ada beberapa alasan mengapa penulis menggunakan perusahaan di Indonesia sebagai sampel penelitian. Pertama, efek informasi yang terkandung dari likuiditas saham terhadap dividen mungkin lebih signifikan di Indonesia dibandingkan negara lain khususnya negara maju seperti Amerika Serikat dan beberapa negara di benua eropa. Seperti yang diketahui, perusahaan di negara maju lebih memiliki kebijakan pembayaran dividen yang stabil dan perusahaan jarang mengubah kebijakan dividen tersebut dan pihak non pengendali perusahaan mempunyai ekspektasi yang stabil pada perusahaan di negara maju. Di Indonesia, hukum dan regulasi di Indonesia cenderung lemah di mana keputusan dividen hanya ditentukan oleh keinginan pihak pengendali perusahaan. Oleh karena itu, ada ruang besar bagi likuiditas saham untuk memengaruhi pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan di Indonesia. Informasi dari likuiditas saham membantu pihak non pengendali perusahaan mengerti alasan dari pembayaran.

Kedua, perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia memiliki lingkungan pasar di Indonesia di mana informasi dan transparansi tidak semua tersedia bagi pihak non pengendali perusahaan. Sebagai hasil dari akibat kurangnya informasi di pasar, lembaga intermediasi informasi mencakup analisis dan audit eksternal menjadi kurang efektif (Firth et al., 2013; Gu et al., 2013; Ke et al., 2015). Sebagai hasilnya, likuiditas saham dapat menjadi sumber informasi bagi pihak non

pengendali. Hal ini membuat pihak non pengendali perusahaan lebih dapat mengetahui informasi yang terkandung berdasarkan likuiditas saham perusahaan tersebut.

Ketiga, Indonesia menganut sistem *classical system tax* yang diatur dalam undang-undang pajak penghasilan tahun 2000. Sistem pajak ini memiliki pandangan bahwa perseroan dipandang sebagai entitas yang terpisah dengan pemiliknya sehingga penghasilan perseroan dikenakan pajak tersendiri dan terpisah dari pemegang sahamnya. Dengan adanya sistem pajak ini, pengaruh likuiditas saham terhadap pembayaran dividen cenderung melemah sebagai akibat adaptasi sistem pemajakan yang berlaku di Indonesia. Hal ini disebabkan biaya pajak yang lebih tinggi dibandingkan biaya transaksi yang berlaku ketika pemegang saham menjual kepemilikan mereka untuk memenuhi kebutuhan likuiditas mereka.

Dengan menggunakan sampel dari perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada tahun 2017 sampai tahun 2019, Penulis menemukan bahwa tidak adanya pengaruh positif signifikan likuiditas saham terhadap kebijakan dividen perusahaan melainkan tingkat profitabilitas dan leverage perusahaan yang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penulis juga mengatur faktor-faktor endogenitas dengan memasukkan beberapa variabel kontrol yang dapat memengaruhi pembayaran dividen seperti ukuran perusahaan dan profitabilitas perusahaan.

Penelitian yang dilakukan penulis berkontribusi pada literature bagaimana likuiditas saham berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Penelitian pertama yang dilakukan Miller dan Modigliani (1961) menemukan bahwa adanya hubungan negatif antara likuiditas saham dan pembayaran dividen. Penelitian terdahulu juga didukung oleh studi yang dilakukan oleh Banerjee et al. (2007) yang menemukan bahwa perusahaan dengan likuiditas saham yang rendah cenderung membayar dividen. Sebagai kontradiksi penelitian terdahulu, penulis menemukan bahwa adanya hubungan positif antara likuiditas saham dengan pembayaran dividen.

Penelitian ini juga berkontribusi dalam memberikan literature pada kerangka kerja dividen. Hal ini diakui bahwa permasalahan agensi membentuk keputusan atau kebijakan dividen. Berbagai studi secara empiris menunjukkan bahwa tata

kelola perusahaan yang kuat membuat pihak pengendali perusahaan membayar dividen lebih banyak (Mitton, 2004; Francis et al., 2011; He, 2012; Petrusek, 2012). Kami meningkatkan literatur ini dengan cara menunjukkan bagaimana likuiditas saham mengurangi asimetri informasi dan mendorong pihak pengendali perusahaan untuk membayar dividen.

Pengingat penelitian ini diorganisasikan sebagai berikut. Penulis membahas latar belakang penelitian pada sesi 1. Pada sesi selanjutnya, penulis membahas literatur penelitian dan pengembangan hipotesis. Pada sesi 3, penulis menjelaskan data, variabel, dan kerangka penelitian. Pada sesi 4, penulis menuturkan hasil analisis regresi. Pada sesi 5, penulis menuturkan kesimpulan penelitian.

TINJAUAN PUSTAKA

Likuiditas saham secara umum didefinisikan sebagai kemampuan dalam memperdagangkan kuantitas kepemilikan perusahaan secara signifikan pada biaya yang rendah dan waktu yang cepat (Holden, Jacobsen, & Subrahmanyam, 2014). Likuiditas saham diprediksikan bakal secara positif atau secara negatif memengaruhi dividen. Likuiditas saham dapat meningkatkan tata kelola perusahaan sehingga mendorong pihak pengendali perusahaan untuk membayarkan dividen perusahaan.

Perspektif ini mendukung likuiditas saham memiliki pengaruh positif terhadap performa perusahaan. Hal ini disebabkan beberapa literatur mendokumentasikan bahwa likuiditas saham meningkatkan valuasi perusahaan sehingga mengurangi biaya modal perusahaan (Baker & Stein, 2004; Holmstrom & Tirole, 2001), meningkatkan efisiensi manajemen perusahaan, dan membagikan informasi bagi pihak non pengendali perusahaan perihal tata kelola dan masa depan perusahaan (Subrahmanyam & Titman, 2001). Studi empiris mencoba korelasi antara likuiditas saham dengan performa perusahaan pada pasar modal di U.S. (Fang et al., 2009), pada pasar modal di Australia (Nguyen et al., 2016), dan pada pasar modal global (Huang, Wu, Yu, & Zhang, 2020). Dengan adanya berbagai dokumentasi literatur tersebut, saya merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Adanya hubungan positif antara likuiditas saham dengan kebijakan dividen di pasar modal Indonesia.

Dengan adanya sistem pajak yang berlaku di setiap negara, hubungan positif antara likuiditas saham dengan pembayaran dividen mungkin melemah atau mungkin juga tidak ada. Berbagai literatur mendokumentasikan pengaruh yang kuat dari insentif dan sistem pajak terhadap pembayaran dan keputusan dividen (Chetty & Saez, 2005; Holmen et al., 2008; Korkeamaki et al., 2010). Balachandran et al. (2017) mendokumentasikan bahwa perusahaan pada negara yang menganut sistem pajak tradisional cenderung tidak membayar dividen dibandingkan dengan negara yang menganut sistem imputasi pajak. Hal ini dikarenakan biaya pajak yang lebih besar dibandingkan biaya transaksi akibat menjual proporsi kepemilikan saham kembali di pasar. Dengan adanya dokumentasi dari pengaruh sistem pajak, saya mengambil hipotesis sebagai berikut.

H2: Likuiditas saham tidak memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen tidak akibat dari lingkungan yang mengadaptasi sistem pajak tradisional.

Di dalam penelitian ini, faktor-faktor penentu pembayaran dividen akan diajukan sebagai variabel kontrol. Berbagai variabel kontrol tersebut seperti: tingkat profitabilitas perusahaan, ukuran perusahaan, leverage perusahaan, peluang investasi dan pertumbuhan penjualan (Silaban, 2017). Variabel ini digunakan sebagai *research gap* dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nguyen (2020) dan Jiang et al. (2017). Penelitian ini juga mendokumentasikan hasil penelitian dari lingkungan yang mengadaptasi sistem pajak tradisional di mana korporasi dipandang sebagai sumber penghasilan bagi pemegang saham.

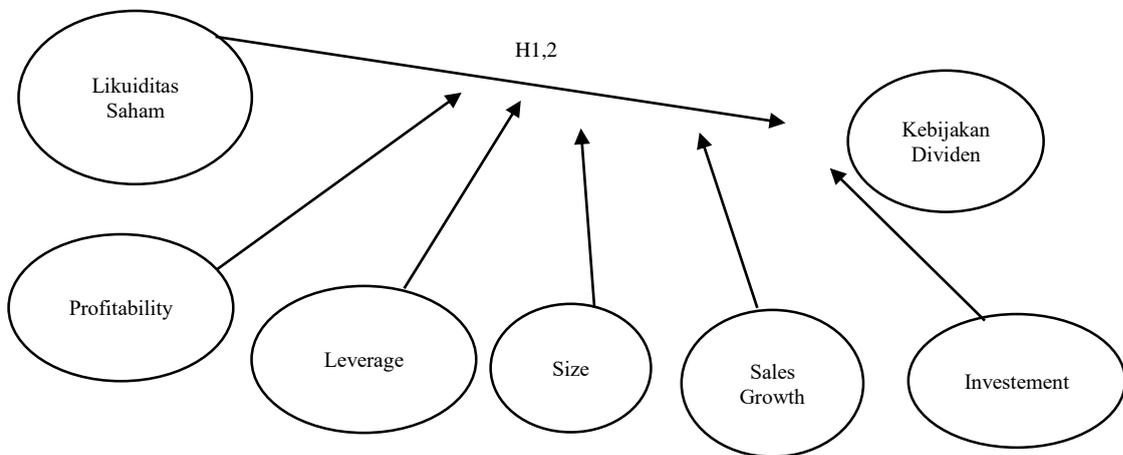
Tabel 1. Penelitian Terdahulu

No.	Judul, Nama Peneliti, dan Tahun Literatur	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	<i>Stock Liquidity and dividend policy :evidence from an imputation tax environment</i> (Dwivedi & Johnson, 2013)	1) <i>Stock Liquidity</i> 2) <i>Dividend Payout</i> 3) <i>Profitability</i> 4) <i>Leverage</i>	Likuiditas saham berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen oleh perusahaan.

No.	Judul, Nama Peneliti, dan Tahun Literatur	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
		5) <i>Investment</i> 6) <i>Sales Growth</i> 7) <i>Cash Volatility</i> 8) <i>Size</i>	
2.	<i>Stock Liquidity and dividend payouts</i> (Gan, 2016)	1) <i>Stock Liquidity</i> 2) <i>Dividend Payout</i> 3) <i>Profitability</i> 4) <i>Size</i> 5) <i>Leverage</i> 6) <i>Cash</i>	Hubungan positif antara likuiditas saham dengan pembayaran dividen.
3.	<i>Effect of liquidity, profitability, leverage, and firm size on dividend policy</i> (PAAIS., 2020)	1) <i>Liquidity</i> 2) <i>Profitability</i> 3) <i>Leverage</i> 4) <i>Firm Size</i> 5) <i>Dividend Policy</i>	Leverage dan profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kerangka Pikir

Kerangka penelitian dan perumusan hipotesis pada penelitian yang dilakukan digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka pikir penelitian

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian berasal dari Bloomberg dengan periode penelitian pada tahun 2017 sampai dengan tahun 2019. Saya menggunakan sampel penelitian dari tahun 2017 sampai dengan tahun 2019 agar menemukan hasil penelitian terbaru sebelum adanya pandemi covid-19. Saya menggunakan semua

perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia yang terdaftar dari tahun 2017-2019 dengan ciri-ciri sebagai berikut: perusahaan terdaftar pada periode penelitian yaitu tahun 2017-2019, perusahaan mencatatkan laba pada periode 2017-2019, perusahaan memiliki ekuitas positif pada tahun 2017-2019, saham perusahaan diperdagangkan pada periode penelitian, dan perusahaan membayar dividen pada periode penelitian. Saya memasukkan semua jenis perusahaan kecuali perusahaan pada sektor keuangan dan utilitas untuk menghindari bias penelitian akibat regulasi dari produk yang mereka tawarkan (Balanchandran et al., 2017; Chay & Suh, 2009; Fama & French, 2001).

Definisi Variabel Penelitian

1) Ukuran Pembayaran Dividen

Sebagai proxy pembayaran dividen, Penulis menggunakan satu ukuran yakni *dividend payout ratio* (DPR). Rasio DPR didapatkan dengan cara membagi jumlah dividen yang dibayarkan perusahaan pada periode t dengan jumlah laba yang dihasilkan perusahaan pada periode t. Sehingga, ukuran pembayaran dividen dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Payout}}{\text{Net Income}}$$

2) Ukuran Likuiditas Saham

Secara konseptual, ukuran likuiditas diukur dengan biaya perdagangan yang berlaku. Biaya ini dapat dikalkulasikan secara relatif kepada volume saham yang diperdagangkan atau harga saham tersebut. Penulis mengukur likuiditas saham melalui rumus *aggregate turnover* (AT) (Wang, 2000). Sehingga, ukuran atau proxy untuk likuiditas saham dirumuskan sebagai berikut untuk penelitian ini:

$$\text{Aggregate Turnover} = \frac{\text{Traded Stock Volume}}{\text{Issued Stock}}$$

3) Variabel Kontrol Penelitian

Berdasarkan berbagai literatur penelitian, perusahaan dengan ciri-ciri memiliki tingkat profitabilitas yang baik, ukuran perusahaan yang besar, dan peluang investasi yang sedikit cenderung membayar dividen (Denis & Osobov, 2008; Fama & French, 2001). Berdasarkan hal tersebut, penulis mengikutsertakan

karakteristik perusahaan tersebut ke dalam analisis regresi dalam penelitian. Untuk mengontrol ukuran perusahaan, penulis menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan. Untuk mengontrol tingkat profitabilitas perusahaan, penulis menggunakan *return on assets*. Penulis juga menggunakan pertumbuhan penjualan sebagai ukuran dari pertumbuhan perusahaan. Investasi perusahaan dikalkulasikan dengan membagi total pengeluaran modal dibagi dengan total aset untuk mengontrol kesempatan investasi.

4) Statistik Deskriptif

Hasil ringkasan statistik deskriptif penelitian ditampilkan pada tabel 2. Hasil ringkasan statistik deskriptif dapat dibandingkan dengan penelitian sebelumnya. Jumlah sampel penelitian yang sesuai dengan kriteria berjumlah 192. Penulis mendokumentasikan nilai rata-rata untuk likuiditas saham senilai 0.0035467 dan untuk pembayaran dividen senilai 0.4772891. Berbagai nilai tersebut dapat dibandingkan dengan penelitian terdahulu perihal pembayaran dividen (Nguyen, 2020; Balanchandran, 2017; Jiang et al., 2017).

Hasil ringkasan untuk variabel kontrol juga dapat dilihat pada tabel di mana nilai rata-rata untuk ukuran variabel leverage bernilai 0.2202474, untuk ukuran variabel pertumbuhan penjualan senilai 0.1100177, untuk ukuran perusahaan senilai 29.9144545, dan untuk ukuran investasi perusahaan senilai 0.517771. Hal ini dapat dibandingkan dengan penelitian sebelumnya oleh Jiang et al. (2017).

Tabel 2. Hasil Ringkasan Statistik Deskriptif Penelitian

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LIQ	192	0.00000	0.04100	0.0035467	0.0050968
ROA	192	0.00540	0.46290	0.0979036	0.08848085
LEV	192	0.00140	0.79620	0.2202474	0.17523291
SGRW	192	0.00080	0.42380	0.1100177	0.07888072
SIZE	192	27.18331	34.04682	29.9144545	1.38154319
DPR	192	0.00411	1.76683	0.4772891	0.27700532
INV	192	0.00150	0.49490	0.517771	0.05322803

Sumber : Data diolah menggunakan SPSS 26

Tabel ini merangkum hasil statistik untuk variabel kunci dalam penelitian. Sampel penelitian berjumlah 192 dengan periode pengambilan sampel pada tahun 2017 sampai dengan tahun 2019.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada sesi ini, penulis membahas berbagai uji yang dilakukan dalam penelitian. Penulis memulai dengan berbagai uji klasik yaitu: uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Selanjutnya, uji hipotesis dilakukan dengan analisis regresi. Uji hipotesis dilakukan dengan melakukan uji koefisien determinasi dan uji t dengan alpha penelitian sebesar 5%. Pada sesi ini penulis menggunakan uji transformasi Cochrane Orcutt. Setelah melakukan transformasi Cochtane Orcutt, penulis melakukan transformasi dengan rumus $\ln(x+1)$ untuk semua data untuk memenuhi semua uji asumsi klasik pada data yang dikumpulkan melalui Bloomberg untuk perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada tahun 2017 sampai tahun 2019.

Uji Normalitas

Pada sesi ini, penulis melakukan uji normalitas kepada data-data penelitian. Uji normalitas yang dilakukan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (K-S) dengan pedoman pengambilan keputusan yaitu jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dikatakan data terdistribusi dengan normal (Ghozali, 2016). Terlampir tabel 3, di mana terdapat nilai z untuk dasar pengambilan keputusan apakah data terdistribusi normal atau tidak.

Tabel 3. Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		191
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-0.0000158
	Std. Deviation	0.07291564
Most Extreme Differences	Absolute	0.061
	Positive	0.061
	Negative	-0.057
Test Statistic		0.061
Asymp. Sig. (2-tailed)		.080 ^c

Sumber : Data diolah menggunakan SPSS 26

Berdasarkan tabel ini, nilai signifikansi diketahui senilai 0,080. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, maka data terdistribusi normal.

Uji Heteroskedastisitas

Keadaan heteroskedastisitas terjadi ketika keadaan varians dari satu observasi ke observasi lain tidak konstan (Ghozali, 2016). Adanya keadaan heteroskedastisitas menyebabkan standard error yang digunakan menjadi bias dan tidak dapat digunakan sebagai parameter regresi (Gudono, 2011). Penulis menggunakan uji glejser untuk menilai apakah terjadi keadaan heteroskedastisitas. Pengambilan keputusan jika terjadi keadaan heteroskedastisitas adalah nilai signifikansi di bawah 0,05 (Gujarti, 2003). Terlampir tabel 3, sebagai patok duga untuk menguji apakah terjadi keadaan heteroskedastisitas pada penelitian yang dilakukan.

Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas

Coefficients ^{a,b}						
Mode		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	Ln_LagX1	0.19	0.224	1.339	0.846	0.398
	Ln_LagZ1	-0.19	0.111	-1.258	-1.707	0.09
	Ln_LagZ2	-0.024	0.071	-0.146	-0.331	0.741
	Ln_LagZ3	-0.047	0.119	-0.306	-0.392	0.696
	Ln_LagZ4	1.231	3.095	0.366	0.398	0.691
	Ln_LagZ5	0.113	0.137	0.772	0.825	0.41
a Dependent Variable: Abs_Res						
b Linear Regression through the Origin						

Sumber: Data diolah menggunakan SPSS 26

Dengan melihat bahwa nilai variabel independen penelitian yaitu Ln_LagX1 senilai 0,398, keadaan heteroskedastisitas tidak terjadi karena nilai signifikansi lebih besar dibandingkan 0,05.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilaksanakan untuk mendeteksi apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara residual pada periode saat ini dengan periode sebelumnya (Ghozali, 2016). Penulis menggunakan uji Durbin Watson untuk mendeteksi apakah terjadi autokorelasi pada model regresi terjadi autokorelasi atau tidak. Dasar

pengambilan keputusan adalah $du < d < 4-du$ (d adalah nilai hitung dan du adalah nilai batas atas tabel durbin watson). Terlampir tabel 4 sebagai kalkulasi dan dasar pengambilan keputusan apakah di dalam model regresi penelitian terjadi autokorelasi atau tidak.

Tabel 5. Uji Autokorelasi

Model Summary c,d							
Model	R	R Square ^b	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics		Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	
1	.982a	0.965	0.964	0.0738944	0.965	853.175	1.991
a Predictors: Ln_LagZ5, Ln_LagZ2, Ln_LagZ1, Ln_LagZ3, Ln_LagZ4, Ln_LagX1							

Sumber: Data diolah menggunakan SPSS 26

Di mana nilai durbin watson tabel adalah 1,991 dan batas atas adalah 1,8283. Sehingga, persamaan akan sebagai berikut $1,8283 < 1,991 < 2,1717$. Oleh karena itu, pada model penelitian tidak terjadi autokorelasi.

Uji Regresi Linear Univariat

Pada sesi ini penulis menyajikan hubungan likuiditas saham dengan kebijakan dividen perusahaan dengan melakukan teknik regresi linear univariat. Berdasarkan hal tersebut, penulis menyajikan model regresi penelitian yang dilakukan sebagai berikut:

$$\text{Dividend} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z_1 + \beta_3 Z_3 + \beta_4 Z_4 + \beta_5 Z_5 + e$$

Keterangan adalah sebagai berikut: Dividend adalah kebijakan dividen, β_{1-7} adalah koefisien regresi, X_1 adalah likuiditas saham, Z_1 adalah profitabilitas perusahaan, Z_2 adalah leverage perusahaan, Z_3 adalah pertumbuhan penjualan perusahaan, Z_4 adalah ukuran perusahaan, dan Z_5 adalah peluang investasi perusahaan.

Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk memberikan ukuran seberapa jauh kekuatan model regresi penelitian dalam menerangkan variasi variabel dependen. Ghazali (2016) menyatakan bahwa nilai R^2 mendekati satu menandakan bahwa variabel independen mampu memberikan informasi variasi variabel dependen.

Terlampir tabel 5 adalah model regresi penelitian dengan menggunakan variabel-variabel kontrol.

Tabel 6. Uji Koefisien Determinasi

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.251 ^a	0.063	0.032	0.0740436
a Predictors: (Constant), Ln_LagZ5, Ln_LagZ1, Ln_LagX1, Ln_LagZ4, Ln_LagZ3, Ln_LagZ2				
b Dependent Variable: Ln_LagY1				

Sumber: Data diolah menggunakan SPSS 26

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi, tabel 5 menunjukkan nilai R^2 sebesar 3,2%. Hal ini berarti variasi penelitian dapat dijelaskan sebanyak 3,2% oleh model penelitian yang telah dirumuskan sebelumnya.

Uji Statistik t

Ghozali (2016) menerangkan bahwa uji statistik t digunakan untuk menunjukkan sejauh mana pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Dasar pengambilan keputusan adalah jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka variabel independen memengaruhi secara signifikan variabel dependen penelitian. Terlampir tabel 6 sebagai dasar pengambilan keputusan.

Tabel 7. Uji Statistik t

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized	Std. Error	Standardized	t	Sig.
		Coefficients		Coefficients		
		B		Beta		
1	(Constant)	-0.462	0.915		-0.505	0.614
	Ln_LagX1	1.075	1.764	0.044	0.61	0.543
	Ln_LagZ1	0.539	0.178	0.249	3.025	0.003
	Ln_LagZ2	0.237	0.114	0.183	2.081	0.039
	Ln_LagZ3	-0.15	0.19	-0.061	-0.789	0.431
	Ln_LagZ4	4.651	4.939	0.071	0.942	0.348
	Ln_LagZ5	-0.204	0.219	-0.068	-0.931	0.353
a Dependent Variable: Ln_LagY1						

Sumber: Data diolah menggunakan SPSS 26

Pada tabel di atas diberikan informasi hasil uji statistik t sehingga dapat dirumuskan persamaan regresi linear sebagai berikut yaitu:

$$\text{Dividen} = -0,462 + 1,075X_1 + 0,539Z_1 + 0,237Z_2 - 0,15Z_3 + 4,651Z_4 - 0,204Z_5$$

Berdasarkan persamaan regresi linear di atas maka dapat disimpulkan bahwa likuiditas saham tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan melainkan profitabilitas dan leverage perusahaan yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Tidak terjadinya hubungan ini mungkin diakibatkan oleh kebijakan sistem pajak tradisional di mana korporasi dianggap sebagai sumber penghasilan bagi perorangan (Nguyen, 2020).

PENUTUP

Studi sebelumnya mendokumentasikan bahwa adanya pengaruh positif signifikan likuiditas saham terhadap kebijakan dividen (Nguyen, 2020) yang berkontradiksi dengan penelitian yang dilakukan dalam artikel ini. Penulis mendokumentasikan bahwa studi sebelumnya dilaksanakan pada negara insentif yang menganut sistem pajak imputasi sehingga mendorong perusahaan dalam membayar dividen sedangkan negara yang menganut sistem pajak tradisional mengakibatkan perusahaan dan pemegang saham tidak membedakan pembayaran dividen dengan penjualan proporsi kepemilikan di perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas saham tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan melainkan tingkat profitabilitas dan leverage perusahaan yang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian selanjutnya mungkin dapat menggunakan ukuran berbeda bagi likuiditas saham dan kebijakan dividen sehingga dapat mengidentifikasi lebih lanjut apakah ada hubungan antara likuiditas saham dengan kebijakan dividen perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Avdasheva, S., & Orlova, Y. (2020). Effects of long-term tariff regulation on investments under low credibility of rules: Rate-of-return and price cap in Russian electricity grids. *Energy Policy*, 138(January), 111276. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2020.111276>

- Bogdan, S., Bareša, S., & Ivanović, S. (2012). Measuring liquidity on stock market: impact on liquidity ratio. *Tourism and Hospitality Management*, 18(2), 183–193. <https://doi.org/10.20867/thm.18.2.2>
- Jiang, F., Ma, Y., & Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 42, 295–314. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.005>
- Mercubuana, U., & Nurlaelawati, L. (2020). Asset, capital structure, liquidity , firm size ' s impact on stock return International International of Commerce of Commerce and and Finance Finance Keywords : Asset 2 . 1 Agency Theory. 6(2), 81–91.
- Nguyen, T. G. (2020). Stock liquidity and dividend policy: Evidence from an imputation tax environment. *International Review of Financial Analysis*, 72, 101559. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101559>