

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

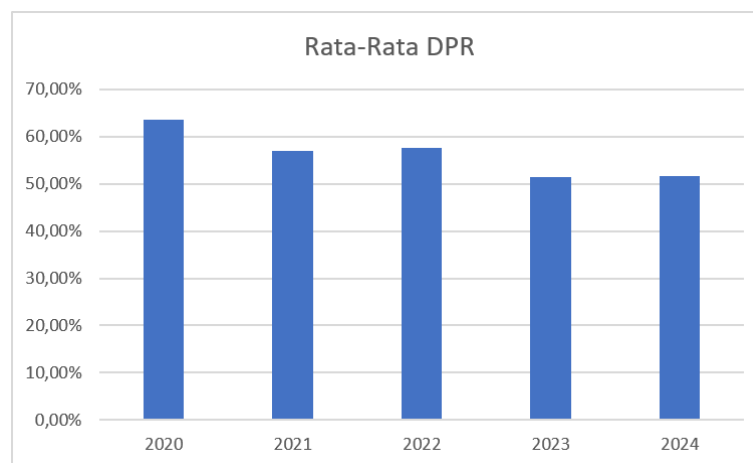
Sebagai pilar ekonomi modern, pasar modal memfasilitasi kebutuhan modal pelaku usaha sekaligus menyediakan wadah investasi bagi masyarakat luas. Pertumbuhan aktivitas pasar modal di Indonesia sendiri tergolong sangat progresif, terlihat dari kenaikan jumlah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Bagi para investor yang ingin mengevaluasi kesehatan dan kapabilitas finansial perusahaan, regulasi internal mengenai penentuan dividen menjadi salah satu keputusan keuangan yang paling krusial untuk dicermati (Maulana & Citradika, 2025).

Penentuan pembagian dividen melibatkan kalkulasi strategis perusahaan dalam memisahkan porsi laba yang diserahkan kepada pemegang saham dan anggaran yang dialokasikan sebagai dana mandiri perusahaan (Maulana et al., 2025; Yuliyanti & Turmudhi, 2024). Melalui kacamata *signaling theory*, besaran dividen yang dibayarkan juga menjadi cerminan dari ekspektasi keberlanjutan usaha di masa depan, dimana perusahaan berkinerja unggul cenderung royal dalam membagikan dividen sebagai strategi untuk mengirimkan sinyal positif bagi para pemodal (Bhattacharya, 1979).

Fenomena empiris menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan di Indonesia mengalami fluktuasi selama periode 2020–2024 seiring dengan dinamika krisis dan pemulihan ekonomi. Pandemi COVID-19 pada tahun 2020 memberikan tekanan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan dan pasar

modal, yang ditandai dengan penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) hingga mencapai level terendah sebesar 3.937,63 pada 24 Maret 2020 (Otoritas Jasa Keuangan, 2021). Kondisi tersebut mendorong banyak perusahaan untuk lebih berhati-hati dalam menetapkan kebijakan dividen.

Fluktuasi tersebut tercermin dari rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) perusahaan sampel penelitian sepanjang tahun 2020-2024 sebagaimana disajikan pada gambar 1.1 berikut:



Gambar 1.1. Rata-Rata Dividend Payout Ratio (DPR) Perusahaan Sampel Tahun 2020–2024
Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Sebagaimana tampak pada diagram diatas, rata-rata DPR sampel penelitian menurun dari 63,67% pada tahun 2020 menjadi 51,66% pada tahun 2024, dengan titik terendah pada tahun 2023 sebesar 51,37%. Pola pergerakan yang tidak searah (non-linear) tersebut mengindikasikan bahwa kebijakan dividen tidak semata-mata mengikuti satu faktor tunggal, melainkan turut dipengaruhi oleh dinamika kondisi keuangan tahunan masing-masing emiten.

Memasuki periode pemulihan, kondisi pasar modal Indonesia mulai membaik. Kapitalisasi pasar Bursa Efek Indonesia (BEI) meningkat menjadi

Rp11.674 triliun pada akhir tahun 2023 atau naik sebesar 22,90% dibandingkan tahun sebelumnya (Otoritas Jasa Keuangan, 2024). Peningkatan tersebut mencerminkan pulihnya kepercayaan investor dan meningkatnya aktivitas di pasar modal. Namun, perbaikan kondisi pasar tidak serta-merta diikuti oleh peningkatan pembayaran keuntungan kepada investor karena kebijakan pembagian dividen tetap ditentukan oleh kondisi keuangan internal perusahaan.

Penentuan prioritas alokasi modal dan stabilitas finansial internal perusahaan merupakan variabel krusial yang mengintervensi kebijakan dividen, sehingga pemulihan pasar modal tidak dapat dijadikan satu-satunya acuan. Sejalan dengan pandangan Lotto (2020), entitas bisnis dengan *leverage* tinggi akan menempatkan pemenuhan kewajiban utang dan agenda ekspansi di atas pembagian dividen. Dampaknya, hak keuntungan yang disalurkan kepada para pemegang saham sangat bergantung pada ketersediaan dana sisa (*residual fund*) setelah seluruh kebutuhan operasional dan kewajiban jangka pendek maupun panjang diselesaikan.

Kebijakan menentukan struktur modal dan alokasi dividen sering kali menciptakan benturan keputusan (*trade-off*) terkait efisiensi pendanaan dan pemanfaatan keuntungan. Sebagai gambaran komposisi kewajiban keuangan terhadap modal bersih, struktur modal yang didominasi utang tinggi terbukti membatasi ruang gerak emiten dalam mendistribusikan dividen. Prioritas utama arus kas perusahaan harus dialokasikan untuk menyelesaikan konsekuensi biaya pinjaman dan pelunasan utang pokok, sehingga pemenuhan

hak residual pemegang saham atas laba bersih tergeser ke prioritas urutan berikutnya (Maulana & Citradika, 2025).

Struktur modal yang optimal dicapai melalui pertimbangan matang terhadap biaya dan manfaat utang, sebagaimana dijelaskan dalam *Trade-Off Theory* oleh Kraus & Litzenberger (1973). Myers (1984) kemudian memperluas pandangan ini dengan menyatakan bahwa keseimbangan struktur modal tercapai saat efek positif insentif pajak (*tax shield*) mampu menutupi kerugian akibat naiknya risiko kerentanan keuangan (*financial distress*) atau potensi likuidasi perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian Yuliyanti & Turmudhi (2024) yang menjelaskan bahwa peningkatan tingkat utang dapat memengaruhi laba bersih perusahaan sehingga kemampuan perusahaan dalam membayar dividen cenderung menurun. Sejalan dengan itu, Fitriyah et al., (2024) mengonfirmasi penambahan rasio *leverage* akan memperbesar tanggung jawab emiten terkait pelunasan bunga dan pokok utang. Konsekuensinya, ketersediaan kas bebas yang dapat digunakan untuk membayar dividen kepada investor menjadi sangat terbatas akibat berkurangnya keluwesan finansial internal korporasi.

Berdasarkan perspektif *Pecking Order Theory*, opsi pembiayaan eksternal seperti emisi saham baru maupun pinjaman utang hanya akan diambil setelah kapasitas pendanaan internal habis. Teori ini menekankan bahwa korporasi akan selalu menempatkan komponen finansial internal termasuk akumulasi laba ditahan sebagai prioritas teratas dalam struktur pendanaannya (Myers & Majluf, 1984). Dengan demikian, struktur modal berpotensi mempengaruhi

kebijakan dividen perusahaan melalui keterbatasan likuiditas, kontrak utang, serta preferensi perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan.

Praktik kebijakan dividen tidak selalu konsisten antar perusahaan, terutama pada periode krisis ekonomi seperti saat pandemi COVID-19. Pandemi tersebut memberikan tekanan besar terhadap kinerja keuangan perusahaan di berbagai sektor sehingga mempengaruhi keputusan perusahaan dalam membagikan dividen. Krieger et al., (2021) menjelaskan bahwa pada masa krisis, perusahaan cenderung mengurangi atau bahkan menghentikan pembayaran dividen untuk memperoleh tambahan kas dan meningkatkan fleksibilitas keuangan dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi.

Sebagai contoh, pandemi COVID-19 menyebabkan penurunan kinerja PT Astra International Tbk yang tercermin dari menurunnya pendapatan dan laba bersih pada tahun 2020 (Putry et al., 2021). Dengan mempertimbangkan kondisi keuangan dan ketidakpastian ekonomi akibat pandemi, PT Astra International Tbk menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya sebagaimana diungkapkan dalam Laporan Tahunan PT Astra International Tbk Tahun 2020. Sebaliknya, PT Telekomunikasi Indonesia Tbk tetap membagikan dividen sekitar 80% dari laba bersih tahun buku 2020 karena kinerja perusahaan relatif stabil didukung meningkatnya permintaan layanan telekomunikasi dan digital selama pandemi. Di sisi lain, terdapat pula perusahaan yang memilih menahan dividen selama pandemi, seperti PT Garuda Indonesia Tbk yang tidak membagikan dividen karena mengalami tekanan kinerja keuangan akibat penurunan aktivitas

penerbangan. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh tingkat laba, tetapi juga oleh kondisi keuangan, stabilitas arus kas, serta struktur pendanaan perusahaan.

Kajian terdahulu masih menunjukkan hasil yang divergen saat memetakan kontribusi struktur modal terhadap kebijakan dividen. Dampak negatif struktur modal atas keputusan dividen terekam dalam penelitian Khairi (2023), Fitriyah et al. (2024), Maulana et al (2025), serta Wiyono & Rana (2023). Namun, konfirmasi bahwa struktur modal tidak berpengaruh secara signifikan terhadap dividen ditemukan oleh Wiyogo & Ekadjaja (2023) serta Affandi & Kusmayadi (2025). Kesenjangan hasil (*research gap*) ini mengisyaratkan bahwa dinamika pendanaan dan distribusi laba tidak berdiri sendiri, melainkan dipengaruhi oleh variabel pengondisi seperti sistem tata kelola perusahaan yang berkaitan langsung dengan perilaku pengambil keputusan.

Dalam konteks tersebut, mekanisme tata kelola perusahaan menjadi penting untuk diperhatikan karena keputusan terkait penggunaan utang dan pembagian dividen pada dasarnya dipengaruhi oleh pihak manajemen sebagai pengelola perusahaan. Melalui studi pada emiten di Bursa Efek Indonesia, Agustini & Martono (2025) menjelaskan bahwa interaksi antara tata kelola perusahaan dan kebijakan dividen berperan dalam mengurangi konflik keagenan melalui penyelarasan orientasi antara manajemen dan pemilik modal. Asimetri kepentingan antara agen dan prinsipal berisiko memicu lahirnya kebijakan finansial yang tidak berpihak pada pemilik modal. Kondisi ini

menuntut adanya sistem proteksi internal guna menyatukan kembali visi dan orientasi kedua belah pihak.

Salah satu mekanisme tata kelola yang berperan dalam meminimalkan permasalahan keagenan adalah kepemilikan manajerial, yang merupakan porsi saham yang dipegang langsung oleh jajaran eksekutif perusahaan. Sutrisno & Ulfah (2021) menegaskan bahwa biaya keagenan (*agency cost*) muncul sebagai akibat dari pemisahan peran antara pemilik modal (*prinsipal*) dan pihak pengelola korporasi (*agen*). Oleh karena itu, perusahaan perlu menerapkan mekanisme pengendalian untuk meminimalkan biaya tersebut, salah satunya melalui struktur kepemilikan perusahaan, termasuk kepemilikan manajerial. Wongsinhirun et al (2024) juga menyatakan bahwa penguatan kepemilikan saham oleh pihak manajemen mampu mengikis friksi keagenan karena menyatukan orientasi pengelola dengan pemilik saham. Temuan tersebut didukung oleh Hatang & Hapsari (2020) yang menempatkan kepemilikan manajerial sebagai salah satu komponen kendali internal dalam tata kelola perusahaan yang sehat. Ketika manajemen menguasai persentase saham yang lebih besar, dorongan untuk melakukan tindakan yang merugikan pemilik modal akan berkurang. Penyelarasan motivasi ini pada akhirnya berkontribusi langsung dalam meminimalkan konflik serta biaya keagenan.

Berdasarkan teori agensi dari Jensen & Meckling (1976), penyatuan visi (*alignment of interest*) antara manajemen dan pemegang saham dapat distimulasi melalui kepemilikan saham internal, di mana manajer akan menanggung konsekuensi langsung dari tindakan mereka. Penelitian ini

memusatkan perhatian pada konflik keagenan Tipe I, yaitu konflik yang melibatkan manajer (agen) dengan investor (prinsipal). Masalah ini timbul akibat adanya pembagian peran yang terpisah antara pihak yang memiliki modal dan pihak yang menjalankan korporasi. Konsekuensinya, terbuka celah bagi manajemen untuk memproduksi keputusan yang bias dan lebih berorientasi pada kepentingan pribadi daripada kesejahteraan pemegang saham.

Secara teoretis, semakin besar proporsi saham yang dimiliki manajer, semakin kuat insentif bagi mereka untuk bertindak selaras dengan kepentingan pemegang saham dalam keputusan pendanaan maupun pembagian dividen. Namun demikian, efektivitas mekanisme ini sangat bergantung pada besaran kepemilikan, dimana pada tingkat kepemilikan yang rendah, insentif ekonomi yang diterima manajer relatif kecil sehingga belum cukup kuat untuk mengurangi konflik keagenan secara signifikan.

Di Indonesia, struktur kepemilikan korporasi publik mayoritas bertumpu pada pemegang saham pengendali, sementara kepemilikan saham oleh pihak manajerial relatif rendah. Penelitian pada perusahaan-perusahaan di BEI mengindikasikan bahwa proporsi saham manajerial jauh lebih kecil jika dikomparasikan dengan kepemilikan institusional atau pengendali (Rahman & Rahman, 2024; Arbain & Kusumawati, 2025).

Rendahnya kepemilikan manajerial tersebut tercermin pada beberapa temuan empiris yang menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh manajemen pada perusahaan publik di Indonesia relatif kecil. Penelitian yang

dilakukan oleh Arbain & Kusumawati (2025) pada korporasi non-keuangan di BEI, dimana rata-rata porsi saham manajerial tercatat relatif kecil, yakni berada pada angka 8,5% dari total saham yang beredar.

Proporsi kepemilikan manajerial yang relatif kecil tersebut mengindikasikan bahwa manajer belum memiliki kekuatan kontrol yang memadai untuk bertindak sebagai pemilik secara penuh. Akibatnya, kepemilikan manajerial belum efektif sebagai mekanisme pengendalian konflik keagenan, karena manajer masih cenderung berperan sebagai agen dibandingkan sebagai pemilik perusahaan. Temuan ini konsisten dengan penelitian Faridah & Putra (2024) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam proporsi rendah belum cukup signifikan untuk menyelaraskan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham.

Kondisi tersebut menunjukkan bahwa mekanisme *alignment of interest* belum tercapai secara optimal karena manajer belum memiliki insentif kepemilikan yang cukup besar untuk bertindak layaknya pemilik perusahaan. Akibatnya, keputusan terkait struktur modal dan kebijakan dividen berpotensi tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan pemegang saham.

Berdasarkan perspektif teori keagenan, pemanfaatan utang dalam struktur permodalan mampu bertindak sebagai instrumen pengawas untuk meredam tindakan mementingkan diri sendiri dari pihak manajerial. Namun, ketika kepemilikan manajerial rendah, manajer tidak memiliki insentif yang cukup kuat untuk merespons tekanan dari penggunaan utang maupun untuk menyeimbangkan antara pembayaran dividen dan kebutuhan pendanaan

internal. Akibatnya, interaksi yang tercipta antara struktur modal dan kebijakan dividen menjadi kurang efektif dan mengalami pelemahan. Oleh sebab itu, analisis dalam penelitian ini menempatkan kepemilikan manajerial sebagai faktor moderasi yang diduga memperlemah pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen.

Didorong oleh inkonsistensi temuan terdahulu, fakta empiris, serta kerangka teoretis finansial, riset ini didesain untuk menguji bagaimana struktur modal memengaruhi kebijakan dividen, dengan melibatkan kepemilikan manajerial selaku faktor pemoderasi. Objek penelitian meliputi seluruh sektor perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024, dengan mengecualikan sektor keuangan. Pengecualian tersebut dilakukan karena sektor keuangan memiliki karakteristik struktur modal yang berbeda, terutama akibat dominasi dana pihak ketiga sebagai sumber pendanaan yang dicatat sebagai liabilitas serta adanya regulasi permodalan yang lebih ketat. Oleh karena itu, sektor keuangan tidak disertakan agar hasil analisis lebih relevan dan dapat dibandingkan secara lebih konsisten antarsektor. Secara umum, studi ini diproyeksikan mampu memberikan kontribusi konseptual dalam memperluas literatur hubungan struktur pendanaan dan dividen lewat kacamata *agency theory*. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan mampu memberikan manfaat secara praktis bagi pihak manajemen, investor, maupun regulator sebagai bahan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen yang lebih efektif dan optimal.

B. Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini meliputi hal-hal sebagai berikut.

1. Penelitian ini difokuskan pada analisis pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi.
2. Populasi penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan mengecualikan sektor keuangan seperti perbankan, asuransi, dan lembaga pembiayaan.
3. Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2020–2024.
4. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan serta laporan kepemilikan saham perusahaan.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dipaparkan, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024?
2. Apakah kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024?

D. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah penulis paparkan diatas, maka penulis merumuskan tujuan penelitian sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024.
2. Untuk mengetahui peran kepemilikan manajerial dalam memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024.

E. Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Teoritis

Riset ini diharapkan berkontribusi nyata dalam memperkaya referensi dan literatur ilmiah di bidang manajemen keuangan, khususnya dalam menjelaskan hubungan antara struktur modal terhadap pembagian dividen dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi melalui integrasi *agency theory*, *trade-off theory*, *pecking order theory* dan *signaling theory*. Hasil analisis data ini juga disiapkan sebagai basis informasi dan landasan rujukan bagi studi-studi lanjutan yang mengkaji persoalan serupa di masa mendatang.

2. Kegunaan Praktis

a. Bagi Perusahaan

Menjadi sumber informasi terpercaya bagi pihak eksekutif dalam merumuskan kebijakan struktur modal dan persentase pembagian keuntungan yang efisien. Penelitian ini pun berfungsi meningkatkan atensi manajemen terhadap peran kepemilikan saham oleh pengelola dalam menentukan arah kebijakan keuangan perusahaan.

b. Bagi Investor

Menyediakan panduan analitis bagi investor dalam mencermati berbagai faktor pendorong kebijakan dividen dari suatu emiten. Informasi dari analisis ini berguna sebagai dasar pertimbangan sebelum mengambil keputusan untuk membeli atau mempertahankan aset saham.

c. Bagi Akademisi

Memberikan kontribusi nyata terhadap ekspansi ilmu pengetahuan di sektor akuntansi bisnis dan manajemen keuangan. Selain itu, naskah riset ini disiapkan sebagai tolok ukur teoretis yang solutif untuk membantu studi empiris berikutnya yang menguji persoalan serupa.

F. Definisi Operasional Variabel

Penjelasan mengenai definisi operasional di bawah ini berfungsi sebagai panduan konseptual agar seluruh istilah dalam kajian ini dipahami secara seragam.

1. Struktur Modal merupakan komposisi pendanaan jangka panjang korporasi yang mengombinasikan modal ekuitas dan kewajiban pinjaman (utang) untuk menggambarkan derajat *leverage* keuangan perusahaan.
2. Kebijakan Dividen merupakan rasio penentuan alokasi laba bersih, di mana perusahaan harus memilih antara menyalurkan dividen kas kepada pemegang saham atau menahan sisa hasil usaha tersebut untuk mendanai proyek masa depan.

3. Kepemilikan Manajerial merupakan persentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen, sehingga menggambarkan tingkat keterlibatan manajemen sebagai pemegang saham dalam perusahaan.