

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Penelitian Terdahulu

2.1.1. Amsari (1993) melakukan penelitian mengenai pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan adalah harga saham harian dan indeks harga saham harian. Sampel yang diambil sebanyak 47 jenis saham dari 57 saham yang tercatat di BEJ pada akhir tahun 1989. periode yang diamati selama 3 tahun (1990-1992). Perubahan dividen dibagi dalam 3 kelompok yaitu dividen naik, dividen turun, dan dividen tetap. Model yang digunakan untuk menaksir *abnormal return* adalah *market model*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji distribusi dua sisi pada tingkat signifikansi alfa ( $\alpha$ ) 5%. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta.

2.1.2. Pettit (1972) meneliti mengenai pengaruh informasi pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa harga-harga saham menyesuaikan secara tepat dan cepat pada hari pengumuman dividen dan hari sesudahnya. Data yang digunakan Pettit adalah data harga saham harian dan data bulanan

pengumuman dividen dan data triwulanan berupa pendapatan (*earning*).

Periode penelitian selama 5 tahun (1964-1969).

**2.1.3.** Aharony dan Swary (1980), penelitiannya bertujuan untuk menilai apakah perubahan dividen membawa informasi yang tercermin pada perilaku perubahan harga saham. Penelitian mereka ini merupakan penelitian yang lebih teliti dibanding dengan penelitian sejenis yang dilakukan sebelumnya. Hal ini karena Aharony dan Swary telah memisahkan antara pengumuman *earning* (pendapatan) dan pengumuman dividen yang sering bersamaan waktunya. Data pengumuman dividen digunakan jika tidak didahului atau diikuti oleh pengumuman *earning* jangka waktu sebelas hari perdagangan. Data dikelompokkan menurut perubahan dividen yaitu dividen naik, dividen tetap, dan dividen turun.

Variabel yang digunakan untuk mengukur kandungan informasi pengumuman pendapatan dan dividen adalah *abnormal return* dan *average abnormal return*. Model yang digunakan untuk memprakirakan *abnormal return* adalah *market model* atau *single index model*.

Kesimpulan dari penelitian Aharony dan Swary ini adalah bahwa pengumuman perubahan dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat daripada pengumuman *earning*. Kenaikan dividen akan diikuti oleh kenaikan harga saham dan penurunan dividen akan diikuti penurunan saham.

## 2.2 Landasan Teori

### 2.2.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal merupakan salah satu indikator penilaian perekonomian suatu negara karena perusahaan yang masuk atau terdaftar di pasar modal adalah perusahaan-perusahaan yang besar dan *credible* di negara yang bersangkutan (Sutrisno, 2000, h. 361). Apabila terjadi penurunan kinerja pasar modal maka dapat dikatakan telah terjadi pula penurunan kinerja di sektor riil, dan kondisi tersebut merupakan sinyal telah terjadi penurunan perekonomian suatu negara.

Pasar modal adalah salah satu alternatif sumber dana bagi perusahaan dan sebagai instrumen investasi bagi para investor, sehingga banyak dimanfaatkan oleh perusahaan-perusahaan untuk mencari dana dalam jumlah besar serta dimanfaatkan oleh investor untuk menanamkan modalnya.

Sebenarnya pasar modal memiliki pengertian yang tidak jauh berbeda dengan pasar pada umumnya yaitu merupakan tempat bertemunya antara pembeli dan penjual dengan resiko untung dan rugi (Jogiyanto, 1998, h. 10). Namun secara sederhana pasar modal diartikan sebagai pasar dimana diterbitkannya dan diperdagangkannya surat-surat berharga jangka panjang, khususnya obligasi dan saham (Murdiyono, Triwidodo, 1994, h.15).

Dalam Keputusan Presiden Republik Indonesia nomor 66 tahun 1988 tertanggal 20 Desember 1988 tentang pasar modal, menyebutkan bahwa “Yang dimaksud dengan pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan antara penawaran dan permintaan dana jangka panjang dalam bentuk efek”, sedangkan Departemen Keuangan Republik Indonesia melalui BAPEPAM tahun 1984 menyatakan bahwa “Pengertian bursa efek adalah suatu sistem yang terorganisir dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual efek (pihak defisit) dengan pembeli efek (pihak yang surplus dana) secara langsung atau melalui wakil-wakilnya”.

Jadi dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah suatu lembaga keuangan non bank yang merupakan salah satu sarana alternatif untuk memperoleh sumber dana dengan jalan memperjualbelikan sekuritas jangka panjang, seperti saham dan obligasi dengan memanfaatkan jasa pialang, komisioner, dan underwriter.

### **2.2.2 Peranan Pasar Modal**

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk memperoleh dana jangka panjang dengan menjual atau mengeluarkan obligasi. Untuk menarik penjual dan pembeli efek untuk berpartisipasi maka

pasar modal harus likuid dan efisien (Jogiyanto, 1998, h. 10). Likuid artinya jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat, sedangkan efisien artinya jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat.

Jika pasar modal sifatnya efisien, harga dari surat berharga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba di masa yang akan datang serta kualitas dari manajemennya. Jika calon investor meragukan kualitas manajemen maka keraguan ini akan tercermin pada harga surat berharga yang turun, sehingga pasar modal dapat digunakan sebagai sarana tidak langsung untuk mengukur kualitas manajemen.

Selain itu menurut Husnan, pasar modal juga mempunyai fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Husnan, 1994, h. 34). Fungsi ekonomi artinya pasar modal sebagai sarana alokasi dana yang untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman (*lender*) ke peminjam (*borrower*) artinya individu yang mempunyai kelebihan dana dapat meminjamkannya ke individu yang lebih produktif yang membutuhkan dana. Dengan menginvestasikan kelebihan dananya maka *lender* berharap akan memperoleh imbalan dari penyertaan dana tersebut, sedangkan dari sisi *borrower* dengan tersedianya dari pihak

luar maka akan memungkinkan untuk melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan.

Sedangkan fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrower* dan para *lender* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

### 2.2.3 Efisiensi Pasar Modal

Suatu pasar modal dikatakan efisien jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia (Jogiyanto, 1998, h. 283). Dengan kata lain, pasar modal dikatakan efisien apabila harga-harga sahamnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Foster menyatakan bahwa efisiensi pasar modal berkaitan dengan suatu item informasi tertentu (Foster, 1986, h. 300). Artinya investor tidak mungkin memperoleh abnormal return (return yang lebih besar dari return yang diharapkan oleh investor) dalam suatu kondisi normal secara konsisten dengan memanfaatkan item informasi tersebut, jadi pada saat informasi dilontarkan pada masyarakat, maka dalam waktu penundaan yang paling minimum dan tidak bias, informasi tersebut akan tercermin dalam harga saham, yang perlu diingat pasar efisien difokuskan pada variabel pasar keseluruhan (seperti harga saham atau

return sekuritas) dan bukannya pada perilaku individu (Foster, 1986, h. 301), jadi dalam pasar yang efisien tidak ada individual investor atau kelompok investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) dengan membeli saham atas dasar suatu publikasi.

Mekanisme yang mempengaruhi tingkat efisiensi suatu pasar modal adalah kegiatan perdagangan para analisis saham, jumlah analisis saham dan pemodal yang besar, informasi yang diungkapkan oleh perusahaan serta adanya larangan *insider trading* (perdagangan oleh orang dalam) (Foster, 1986, h. 301-302).

Informasi yang relevan dalam mempengaruhi harga saham dibedakan menjadi tiga jenis informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi masa sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat atau informasi yang belum dipublikasikan (Jogiyanto, 1998, h. 284).

Efisiensi pasar modal dapat dilihat dari dua segi, yaitu efisiensi secara operasional (*internal*) dan efisiensi dalam penetapan harga (*eksternal*) (Fabozzi, 1999, h. 244). Pada pasar yang efisiensi secara operasional, para investor dapat memperoleh jasa transaksi yang mencerminkan biaya nyata yang berhubungan dengan meningkatkan jasa-jasa tersebut sedangkan efisiensi dalam penetapan harga mengacu pada pasar dimana harga-harga pada segala waktu

sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia yang sesuai dengan penilaian sekuritas.

Fama mengklasifikasikan efisiensi penetapan harga saham kedalam tiga bentuk, yaitu bentuk lemah (*weak form*), bentuk setengah kuat (*semi strong form*) dan bentuk kuat (*strong form*) (Fabozzi, 1999, h. 245). Efisiensi lemah berarti bahwa harga sekuritas mencerminkan harga di masa lalu dan perdagangan historis sekuritas. Efisiensi setengah kuat artinya sekuritas sepenuhnya mencerminkan semua informasi masyarakat (yang masuk tetapi tidak dibatasi dengan harga historis dan pola perdagangan), termasuk informasi yang terdapat di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Efisiensi kuat berarti bahwa harga sekuritas mencerminkan semua informasi, yang tersedia atau yang tidak tersedia di masyarakat (baik informasi yang telah dipublikasikan maupun informasi privat), termasuk didalamnya informasi yang diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomiannya.

#### **2.2.4 Efisiensi Pasar Modal di Indonesia**

Efisiensi pasar modal oleh West dibagi menjadi dua, yaitu efisiensi internal dan efisiensi eksternal. Efisiensi internal yaitu sesuai dengan efisiensi mikro pasar modal, artinya mengamati seberapa jauh suatu pasar modal efisien secara informasional. Beberapa penelitian



telah dilakukan untuk melihat efisiensi mikro pasar modal Indonesia, seperti penelitian Suad Husnan dan Blassius Mangundae.

Husnan melakukan penelitian pada tahun 1984-1987 dan 1989 menunjukkan adanya peningkatan efisiensi bentuk lemah. Uji efisiensi bentuk lemah pada tahun 1984-1987 terbukti dengan menggunakan uji korelasi telah terbukti bahwa pasar Indonesia efisiensi dalam bentuk lemah (Husnan, 1992, h. 25-26).

Mangundae melakukan penelitian pada periode sebelum dan sesudah swastanisasi dan hasilnya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien, sekalipun dalam bentuk lemah. Uji efisiensi bentuk lemah dilakukan dengan melihat apakah perubahan harga terjadi secara random. Apabila perubahan harga terjadi secara random maka pasar modal telah memenuhi syarat sebagai pasar yang efisien bentuk lemah. Uji random walk terhadap *go* perusahaan menunjukkan adanya korelasi harga kemarin dengan hari ini, jadi perubahan harga saham di pasar modal tidak terjadi secara random (Mangundae, 1993, h. 12).

Meskipun hasil penelitian diatas menunjukkan hasil yang bertentangan, tetapi apabila dilihat dari fakta yang ada di pasar modal sekarang, seharusnya secara grafik pasar modal Indonesia mengalami peningkatan efisiensi. Hal tersebut dapat dilihat dengan pertumbuhan jumlah kapitalisasi saham di pasar modal Indonesia dan peningkatan

jumlah emiten yang tampaknya ada perkembangan yang menggemirakan untuk mendukung efisiensi makro dan mikro pasar modal. Makin banyaknya pelaku yang terlihat dalam pasar modal yang selanjutnya dapat meningkatkan efisiensi pasar modal. Selain itu adanya deregulasi sektor moneter dan perbankan yang juga mendukung pertumbuhan pasar modal.

Efisiensi mikro sebenarnya tidak dapat dipisahkan dengan efisiensi makro, yaitu menyangkut seberapa jauh pasar modal dapat menghimpun dana masyarakat (Husnan, 1992, h. 25). Jika investor berpendapat bahwa mereka membayar harga yang wajar untuk sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal (pasar modal efisien secara mikro) maka perkembangan pasar modal sebagai penghimpun dana masyarakat akan meningkat. Sebaliknya makin banyak jumlah sekuritas yang diperdagangkan (efisiensi secara makro) akan meningkatkan efisiensi secara mikro.

Meskipun demikian, ada beberapa hal yang menghambat perkembangan pasar modal Indonesia, seperti peraturan pasar modal yang belum sempurna dan kepemilikan emiten oleh para konglomerat yang memungkinkan adanya rekayasa harga saham.

### 2.2.5 Dividen

Dividen adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimilikinya (Baridwan, 1996). Nilai dan waktu pembayaran dividen ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan nilai yang dibagikan dapat berkisar antara nol hingga sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu.

Ada beberapa jenis dividen yaitu :

a) Dividen Kas

Dividen yang paling umum dibagikan perusahaan adalah bentuk kas. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas adalah apakah jumlah kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

b) Dividen Aktiva selain Kas (*property dividend*)

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas. Dividen dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagang atau aktiva-aktiva lain.

c) Dividen Hutang (*scrip dividend*)

Dividen hutang timbul apabila laba tidak dibagi saldonya, mencukupi untuk pembagian dividen, tetapi saldo kasnya tidak cukup sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividend* yaitu janji

tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang.

*Scrip dividend* ini mungkin berbunga mungkin tidak.

d) Dividen Likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba, dan berapa yang merupakan pengembalian modal sehingga para pemegang saham bisa mengurangi rekening investasinya.

e) Dividen Saham

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada pemegang saham, sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya. Dividen saham dapat berupa saham yang jenisnya sama maupun yang jenisnya berbeda.

Dividen merupakan informasi yang diperoleh dari suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan.

Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. Jika digunakan abnormal return, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman mempunyai kandungan informasi yang akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar.

Dividen adalah pembagian kepada pemegang saham PT yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimiliki (Zaki Baridwan, 1992, hal 343). Laba bias dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Dengan demikian pertanyaannya adalah laba akan dibagikan dan kapan akan ditahan, dengan tetap memperhatikan tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Berbagai pendapat tentang dividen dapat dikelompokkan menjadi 3, yaitu (Suad Husnan, hal 90) :

1. Pendapat yang menginginkan dividen dibagikan sebesar-besarnya.
2. Pendapat yang mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan.
3. Pendapat yang mengatakan bahwa perusahaan seharusnya justru membagikan dividen sekecil mungkin.

Dalam praktiknya pembagian dividen dikaitkan dengan laba yang diperoleh oleh perusahaan dan tersedia bagi pemegang saham. Laba ini ditunjukkan dalam laporan laba rugi sebagai laba setelah

pajak. Kalau kita kembali pada Teori Keuangan maka besarnya dana yang bisa dibagikan sebagai dividen bukankah sama dengan laba setelah pajak. Dana yang diperoleh dari hasil operasi selama satu periode tersebut adalah laba sebesar laba setelah pajak ditambah dengan penyusutan atau dinyatakan dalam persamaan adalah sebagai berikut :

$$D = EAT + \text{penyusutan} - \text{investasi pada A.T} + \text{penambahan MK}$$

notasi

D : Dividen

E : Laba setelah pajak

AT : Aktiva Tetap

MK : Modal kerja

Rumus diatas menunjukkan bahwa dividen yang dibagikan akan dipengaruhi oleh ada tidaknya investasi yang menguntungkan. Sejahtera terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan (yaitu investasi yang diharapkan memberikan NPV positif), maka dana yang diperoleh dari operasi perusahaan akan dipergunakan untuk mengambil investasi tersebut, kalau terdapat sisa barulah dibagikan sebagai dividen.

## 2.2.6 Kebijakan Pembayaran Dividen

Kebijakan pembayaran dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan. Penentuan pembagian pendapatan untuk dibagi sebagai dividen dan ditahan merupakan dua hal yang bertolak belakang. Pembayaran dividen tinggi diharapkan dapat meningkatkan harga saham. Harga saham yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, di lain pihak perusahaan juga harus meningkatkan modal sendiri yang berasal dari laba ditahan untuk pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu, manajemen perlu untuk memutuskan kebijakan dividen secara hati-hati sehingga kedua kepentingan tersebut diatas dapat terpenuhi secara optimal.

Brigham dan Gapenski (1987:372) menjelaskan tiga teori kebijakan dividen, yaitu :

### 1. Dividen Tidak Relevan

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller

membuktikan pendapatnya secara matematis dengan menggunakan asumsi

:

- a. Pasar modal yang sempurna dimana semua investor bersikap rasional.
- b. Tidak ada pajak perseorangan.
- c. Tidak ada biaya emisi atau flotation cost biaya transaksi.
- d. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.
- e. Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.

Modigliani dan Miller menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk *capital gain*.

## 2. *Bird in the hand theory*

Menurut Myron Gordon dan John Litner bahwa biaya modal (kas) naik jika pembayaran dividen dikurangi. Hal ini karena pemodal lebih yakin akan menerima pembayaran dividen daripada *capital gain* yang dihasilkan dari *earning* yang ditahan. Dividen yang diberikan oleh emiten jelas akan diterima oleh pemodal jika emiten memperoleh laba. Adapun *capital gain* yang berasal dari *earning* yang digunakan untuk



investasi kembali di perusahaan sifatnya belum pasti. Oleh karena itu menurut teori ini pemodal lebih suka dividen yang sudah pasti akan diterima.

### 3. *Tax Differential Theory*

Teori ini menyatakan bahwa menurut Undang-Undang pajak saat ini, perolehan modal dan pendapatan dividen dikenakan tarif yang sama. Namun pemodal dapat menanggihkan pembayarannya. Penanggihan ini memberikan keuntungan lain pada perolehan modal tadi. Jadi teori ini menganjurkan agar perusahaan membayar dividen rendah (atau nol) untuk meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian kebenaran ketiga teori diatas yang dijelaskan oleh Birgham dan Gapenski (1987) ternyata terdapat kontradiksi antara ketiganya. Hal ini berakibat tidak dapat ditarik kesimpulan secara definitif tentang teori mana yang paling benar. Untuk menganalisis ketiga teori tersebut, ada 2 masalah teoritis yang mempengaruhi pandangan pemahaman teori tersebut.

- a. Tentang isi informasi atau penandaan (*signalling*). *Dividend irrelevance* mengasumsikan bahwa pemodal dan manajer memiliki informasi yang sama tentang kebijakan dividen. Kenyataan yang terjadi hal ini tidak realistis karena manajer akan memiliki

informasi yang lebih banyak tentang prospek yang akan datang dibanding para pemodal (pemilik saham)

- b. Adanya pengaruh klien (*clientele effect*). Perbedaan kelompok pelanggan atau klien pada pemegang saham akan menyebabkan kebijakan pembayaran dividen yang berbeda-beda. Pemodal yang memiliki golongan pajak yang tinggi akan lebih menyukai *capital gain* daripada pembayaran dividen, begitu sebaliknya.

Apabila ada pajak, harga saham akan turun sebesar dividen yang dibayarkan pada hari *ex-dividend*. Hari *ex-dividend* adalah tanggal dimana pemegang saham yang baru memiliki saham pada tanggal tersebut tidak berhak atas dividen. Jadi pemodal yang membeli saham sebelum hari *ex-dividend* akan terkena pajak atas dividen. Jika mereka menunggu sampai hari *ex-dividend* maka mereka tidak terkena pajak karena tidak menerima dividen. Pemodal yang membeli saham pada hari *ex-dividend* hanya akan terkena pajak *capital gain* jika mereka menjual saham yang dimiliki. Apabila pajak atas *capital gain* lebih rendah daripada pajak atas pendapatan dividen maka harga saham akan turun dengan tingkat yang lebih kecil daripada tingkat pembayaran dividennya.

Terdapat 4 kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan (Riyanto, 1994, hal 203) yaitu :

1. Kebijakan dividen yang stabil

Kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen per lembar saham dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun laba per lembar sahamnya berfluktuasi. Beberapa alasan yang mendorong perusahaan menjalankan kebijakan dividen yang stabil antara lain :

- a. Akan memberikan kesan kepada pemodal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang.
  - b. Adanya golongan pemodal tertentu yang menginginkan kepastian dividen yang akan dibayarkan.
2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu.

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya dan bila dalam keadaan keuangan yang lebih baik, maka perusahaan akan membayar dividen ekstra diatas jumlah minimal tersebut.

3. Kebijakan dividen yang konstan

Kebijakan dividen yang konstan ini berarti jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan

berfluktuasi sesuai dengan perkembangan laba bersih yang diperoleh setiap tahunnya. Hal ini berarti dividen dianggap mempunyai informasi sebagai indikator prospek perusahaan, maka perubahan kebijakan dividen akan meningkatkan atau menurunkan harga saham.

#### 4. Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan dividen yang fleksibel berarti besarnya dividen per lembar saham setiap tahunnya sesuai dengan posisi keuangan dan kebijakan keuangan dari perusahaan yang bersangkutan.

#### 2.2.7 *Abnormal Return*

Pengumuman perubahan dividen banyak diyakini akan membawa pengaruh positif atau negatif terhadap *returns* yang diperoleh investor. Dengan perubahan pembagian dividen tersebut harga saham juga akan ikut berubah (naik atau turun). *Returns* ini menjadi dirasa luar biasa, karena terjadi diluar dugaan para investor (*expected returns*). Definisi dari *abnormal returns* : adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (*return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected returns*). (Suad Husnan).

Efisiensi pasar dapat dihitung dengan melihat return tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati return yang tidak

normal dalam jangka waktu yang cukup lama. Beberapa model perhitungan dapat digunakan untuk menghitung *abnormal return*, antara lain : model disesuaikan rata- rata (*mean adjusted model*), model pasar (*market model*) dan model disesuaikan pasar (*market adjusted model*).

### 1. *Mean Adjusted Model*

Metode ini menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata- rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi atau *estimation period*. *Estimation period* umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa atau *event period*.

### 2. *Market Model*

Perhitungan return ekspektasi dengan market model ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi ini dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*ordinary least square*).

### 3. *Market Adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada waktu itu. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu

lagi menggunakan periode estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

Dalam penelitian ini penulis dalam menghitung *abnormal return* menggunakan model pasar (*market model*). Langkah-langkah perhitungan Abnormal return (AR) dengan menggunakan market model adalah sebagai berikut:

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Di mana :

$R_{it}$  = return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t

$\alpha_i$  = intercept untuk sekuritas ke-i

$\beta_i$  = koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

$R_{mt}$  = return indeks pasar pada periode estimasi ke-t

$\epsilon_{it}$  = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t

Misalnya pengumuman suatu peristiwa akan berpengaruh terhadap sejumlah sekuritas. Dengan menggunakan periode estimasi selama 100 hari, yaitu pada hari -11 sampai dengan hari -110 untuk membentuk model estimasi ini, maka perlu dikumpulkan data return masing-masing sekuritas ke-1 sampai ke-k dan return indeks pasar selama 100 hari. Kemudian

return-return sekuritas k-1 sampai ke-k untuk hari -11 sampai -110 diregresikan dengan return-return indeks pasar untuk hari yang sama, sehingga akan didapatkan k model return ekspektasi/ model estimasi. Dari model ini juga akan menunjukkan nilai dari Beta dan Alfa yang digunakan untuk menghitung return-return di periode jendela.

- b. Menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Untuk periode jendela 21 hari, maka perlu dikumpulkan data return-return dari masing-masing sekuritas dan return-return indeks pasar dari hari -10 sampai dengan hari +10. Return ekspektasi untuk sekuritas ke-1 dari hari -10 sampai hari +10 dapat diestimasi dengan memasukkan nilai return indeks pasar pada hari yang sama ke dalam model ekspektasi  $E(R_{it})$ . Sama halnya untuk return sekuritas ke-2 sampai ke-k juga menggunakan model ekspektasi yang sama.
- c. *Abnormal return* (AR) merupakan selisih antara return sesungguhnya ( $R_{it}$ ) dengan return ekspektasi  $E(R_{it})$ . Dengan formulasi sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

### 2.2.8 Penilaian Harga Saham

Para pemodal akan menganalisa saham untuk menentukan harga saham yang wajar. Mereka menilai saham perusahaan dengan melihat hubungan antara risiko yang akan dihadapi dan hasil (keuntungan) yang diharapkan dari dana yang diinvestasikan pada perusahaan. Pada dasarnya, pemodal tidak menyukai risiko. Oleh

karena itu prinsip ekonomi tetap dipegang oleh mereka yang mengharapkan risiko sekecil-kecilnya dapat mendatangkan keuntungan sebesar-besarnya. Konsekuensinya adalah perusahaan harus menawarkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi apabila risiko yang dihadapi lebih tinggi dan sebaliknya.

Pemodal akan menilai risiko yang dihadapi dan hasil yang diharapkan atas investasi saham untuk dibandingkan dengan alternatif kesempatan investasi di sektor lain seperti di bank atau di aktiva riil (*real asset*). Perbandingan yang diperoleh tersebut akan digunakan sebagai petunjuk dalam melakukan investasi di sektor finansial.

Investasi dalam saham sebagai alternatif investasi jangka panjang berbeda dengan investasi pada obligasi atau surat berharga yang lain. Investasi pada saham ini tidak memiliki saat jatuh tempo. Saham ini dapat dijual belikan melalui bursa efek atas dasar harga yang berlaku pada waktu diadakan transaksi jual beli. Bagi pemodal yang menginvestasikan dananya dalam saham, akan menilai saham yang dimiliki atau saham yang dibeli. Proses penilaian saham akan membedakan antara nilai (*value*) dan harga (*price*) saham. Nilai saham merupakan nilai intrinsik atau nilai nyata suatu saham yang ditentukan oleh beberapa faktor fundamental perusahaan, sedangkan harga saham yang dimaksud adalah harga pasar. Untuk menilai saham menggunakan 2 pendekatan, yaitu : (1) Analisis Teknikal :



menggunakan data (perubahan) harga di masa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga saham di masa yang akan datang. (2) Analisis Fundamental : Berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan (lewat analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhinya) untuk bisa memperkirakan harga saham di masa yang akan datang.

#### 2.2.9 Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham

Menurut Husnan dkk (1996) pengujian reaksi harga dan tingkat keuntungan dapat dilihat dari *security return variability (SRV)* dengan rumus tingkat keuntungan abnormal return kuadrat  $i$  pada waktu  $t$  dibagi dengan varian dari tingkat keuntungan diluar pengumuman. SRV digunakan untuk melihat apakah pasar secara agregat menilai pengumuman dividen sebagai hal yang informatif, dalam arti apakah informasi tersebut mengakibatkan perubahan pada distribusi return saham pada waktu pengumuman dividen. Apabila *abnormal return* dirata-rata, ada kemungkinan nilai positif dan negatif saling menghilangkan, pada indikator SRV semua nilai menjadi positif sehingga heterogen informasi dapat dihilangkan. Dampak dari informasi yang homogen dapat dideteksi dengan SRV, meskipun arah pergerakan tidak bisa dilihat, sehingga informasi baik atau buruk tidak akan bisa dibedakan dengan SRV. Penggunaan SRV yang tidak dapat melihat pergerakan harga, mempunyai keuntungan bagi investor

karena pada kenyataannya kita akan mengalami kesulitan menentukan suatu berita ditafsirkan sebagai berita baik atau berita buruk. Kenaikan laba mungkin dapat ditafsirkan sebagai berita buruk apabila kenaikannya tidak sebesar yang diantisipasi perusahaan. Sebaliknya penurunan laba mungkin merupakan berita baik apabila penurunan tersebut tidak sebesar perkiraan.

### 2.3.0 HIPOTESIS

Hipotesis merupakan dugaan atau kesimpulan awal dan masih bersifat sementara yang akan dibuktikan kebenarannya setelah data lapangan (empiris) dapat diperoleh.

Berdasarkan hal tersebut diatas maka dapat ditarik sebuah formulasi hipotesis yaitu :

H<sub>1</sub> : Pengumuman kenaikan dividen berpengaruh positif terhadap *Abnormal Return*.

H<sub>2</sub> : Pengumuman penurunan dividen berpengaruh negatif terhadap *Abnormal Return*.

H<sub>3</sub> : Tidak terdapat perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan dividen.

H<sub>4</sub> : Tidak terdapat perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman penurunan dividen.