

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Investasi saham

Investasi adalah penyaluran sejumlah dana pada satu aktiva atau lebih untuk memperoleh tingkat pengembalian dimasa yang akan datang (Sundjaja, 2000:120). Tujuan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan selama jangka waktu tertentu dan menambah nilai modal yang ditanamkan sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan baik sekarang maupun dimasa mendatang.

Terdapat banyak pilihan investasi yang dapat digunakan untuk mencapai tujuan tersebut. Investasi dibedakan menjadi dua yaitu investasi pada *financial asset* dan investasi pada *real asset*. Investasi pada *real asset* antara lain dapat diwujudkan dalam bentuk pembelian asset produktif, pendirian pabrik dan lain-lain. Investasi pada *financial asset* dapat dilakukan di pasar uang atau melalui pasar modal. (Abdul Halim,2003:2).

Pasar modal merupakan tempat yang mempertemukan pihak yang membutuhkan dana yaitu emiten dengan pihak yang mempunyai dana yaitu pemodal atau investor. Investasi di pasar modal dapat dilakukan dalam bentuk surat hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham).

Saham merupakan suatu bentuk investasi yang menunjukkan tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas (Darmadji dan Fakhruddin, 2006:6). Tujuan investor menanamkan modalnya di pasar modal adalah untuk memperoleh return dalam

bentuk dividen maupun *capital gain*. Investasi saham memiliki karakteristik *high risk high return* artinya saham merupakan surat berharga yang memberikan peluang keuntungan dan potensi resiko yang tinggi. Dengan melakukan investasi dalam saham seorang investor dapat memperoleh keuntungan yang besar dalam waktu singkat tetapi saham juga dapat membuat investor mengalami kerugian yang besar dalam waktu singkat.

2.2. Resiko dan Keuntungan Membeli Saham

Setiap investasi mengandung suatu resiko. Saham merupakan suatu bentuk investasi yang memberi peluang keuntungan yang tinggi tetapi juga mengandung potensi resiko yang tinggi. Pada dasarnya ada dua keuntungan yang diperoleh pemodal dengan membeli atau memiliki saham (Darmadji dan Fakhruddin, 2006:11-12) :

1. Dividen

Merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen merupakan salah satu daya tarik bagi pemegang saham dengan orientasi jangka panjang seperti pemodal institusi dan dana pensiun.

2. *Capital gain*

Merupakan selisih antara harga beli dengan harga jual yang terbentuk dengan adanya perdagangan saham di pasar sekunder. Pemodal dengan orientasi jangka pendek biasanya mencari keuntungan melalui *capital gain*.

Resiko yang harus dihadapi investor atas saham yang mereka miliki antara lain (Darmadji dan Fakhrudin, 2006:13-16):

1. Tidak mendapat dividen

Perusahaan akan membagikan dividen jika operasi perusahaan menghasilkan keuntungan. Perusahaan tidak dapat membagikan dividen jika perusahaan mengalami kerugian. Dengan demikian kemungkinan investor untuk mendapatkan dividen ditentukan oleh kinerja perusahaan.

2. *Capital loss*

Capital loss merupakan kerugian bagi investor atas saham yang dijualnya. Hal ini dapat terjadi jika investor harus menjual saham yang dimiliki dengan harga yang lebih rendah dari harga belinya untuk menghindari potensi kerugian yang makin besar yang disebabkan oleh terus menurunnya harga saham.

3. Perusahaan bangkrut atau dilikuidasi

Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, hal ini akan berdampak langsung pada saham perusahaan tersebut. Dalam kondisi tersebut pemegang saham menduduki posisi yang lebih rendah dari kreditor atau pemegang obligasi, artinya setelah semua asset perusahaan dijual terlebih dahulu digunakan untuk memenuhi kewajiban pada kreditor, jika terdapat sisa baru dibagikan pada pemegang saham.

4. Saham di *delist* dari bursa

Saham di *delist* dari bursa berarti saham dikeluarkan dari pencatatan bursa efek. Saham yang telah di *delist* tidak dapat lagi diperdagangkan di bursa.

Alasan suatu saham di *delist* dari bursa adalah karena kinerja yang buruk antara lain dalam kurun waktu tertentu tidak diperdagangkan di bursa, mengalami kerugian beberapa tahun, tidak membagikan dividen secara berturut-turut selama beberapa tahun, dan kondisi-kondisi tertentu sesuai dengan peraturan pencatatan efek di bursa.

5. Saham dihentikan sementara (suspensi)

Saham disuspensi berarti saham tersebut dihentikan perdagangannya oleh otoritas bursa efek. Saham tersebut dapat diperdagangkan lagi setelah suspensi dicabut. Suspensi dapat terjadi jika terdapat hal-hal yang perlu dimintakan konfirmasi kepada perusahaan atau dimintakan informasi ke perusahaan sehingga tidak menjadi ajang spekulasi.

2.3. Kebutuhan Informasi di Pasar Modal

Investasi saham merupakan investasi yang memiliki resiko yang cukup tinggi di samping menjanjikan tingkat keuntungan atau return yang tinggi. Keputusan investor dipengaruhi oleh return yang diharapkan dapat diperoleh dan tingkat resiko yang menyertai investasinya. Seorang investor harus mempertimbangkan tingkat keuntungan yang ingin diperoleh dan tingkat resiko yang bersedia ia tanggung untuk mendapatkan keuntungan pada tingkat itu. Resiko atau ketidakpastian tersebut akan menyebabkan tingkat penghasilan yang terjadi tidak sesuai dengan tingkat penghasilan yang diharapkan. Investor sebelum mengambil keputusan investasi terlebih dahulu harus melakukan analisis tentang kondisi pasar dan kondisi perusahaan dengan informasi-informasi yang tersedia.

Keberhasilan berinvestasi di pasar modal ditentukan oleh kemampuan investor dalam mencari dan menganalisis informasi tentang pasar dan emiten. Investor membutuhkan informasi yang relevan dan akurat untuk menilai tingkat resiko yang terkandung dalam investasi dan untuk memperkirakan return atau tingkat keuntungan dari investasi tersebut sehingga investor dapat mengambil keputusan untuk membeli, menjual atau menahan suatu saham. Keputusan untuk menjual atau membeli saham akan mempengaruhi permintaan dan penawaran saham tersebut di pasar. Perubahan permintaan dan penawaran suatu saham akan menciptakan harga keseimbangan baru. Harga keseimbangan tersebut mencerminkan kesepakatan bersama antara pelaku pasar tentang nilai dari saham berdasarkan informasi yang tersedia. Informasi dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi sehingga keputusan yang diambil diharapkan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai atau keuntungan yang sesungguhnya sesuai dengan keuntungan diharapkan. Investor harus mengamati perkembangan informasi yang ada di pasar agar dapat melakukan tindakan yang tepat untuk meminimalisasi kerugian atau untuk memperoleh keuntungan sesuai dengan kondisi pasar.

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No.8 tahun 1995 bab I, informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak yang berkepentingan atas informasi dan fakta tersebut. Oleh karena itu perusahaan yang tercatat di bursa efek memiliki kewajiban untuk menyampaikan laporan secara rutin maupun laporan lain jika ada kejadian penting yang berkaitan dengan perusahaan kepada

BAPEPAM dan bursa efek. Kewajiban pelaporan merupakan pelaksanaan keterbukaan informasi (*information disclosure*) dari emiten.

Jika suatu informasi yang relevan masuk ke pasar maka informasi tersebut akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari saham yang bersangkutan. Suatu pengumuman dianggap bernilai jika informasi tersebut dapat mengubah kepercayaan investor. Kepercayaan terhadap suatu informasi akan menyebabkan investor bereaksi dengan melakukan transaksi di pasar modal sehingga terjadi perubahan permintaan dan penawaran atas suatu saham. Akibatnya akan terjadi pergeseran harga keseimbangan. Harga keseimbangan tersebut akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lain merubah kembali harga menuju harga keseimbangan yang baru.

Di pasar modal banyak informasi yang dapat digunakan oleh investor. *Corporate action* merupakan salah satu jenis informasi yang dapat digunakan oleh investor untuk menentukan keputusan investasinya. *Corporate action* adalah aktivitas emiten yang dapat mempengaruhi jumlah saham yang beredar antara lain penawaran perdana, *additional listing* seperti penempatan langsung dan konversi saham, maupun aktivitas emiten yang berpengaruh terhadap harga saham di pasar modal antara lain penerbitan right, pemecahan saham, saham bonus dan pembagian dividen.

2.4. Pengertian Dividen Dan Kebijakan Dividen

2.4.1. Pengertian Dividen

Dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham (Darmadji dan Fakhrudin,2006:178). Dividen dibagikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Investor akan mendapatkan dividen jika memegang saham tersebut dalam kurun waktu tertentu yang sering disebut *cum period* yaitu periode dimana pemegang saham berhak atas dividen yang dibagikan oleh emiten.

2.4.2. Kebijakan Dividen

Manajemen perusahaan mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih setelah pajak yaitu : (Atmaja, 2002: 285)

1. Dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.
2. Diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan sebagai laba ditahan.

Perusahaan dalam rangka memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan pertumbuhan perusahaan harus melakukan kebijakan yang disebut kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan yang berhubungan dengan proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai hasil investasi mereka dan proporsi laba ditahan yang akan diinvestasikan kembali sebagai usaha untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Kebijakan dividen penting karena dua alasan yaitu:

1. Pembayaran dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan yang akan tercermin dalam harga saham.
2. Laba ditahan biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan.

Manajemen dalam membuat kebijakan dividen harus teliti dan hati-hati karena kebijakan dividen mengandung dua sisi yang berlawanan. Di satu sisi perusahaan ingin meningkatkan kemakmuran pemegang saham dengan pembayaran dividen, semakin besar laba perusahaan yang dibagikan sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang akan ditanamkan kembali ke dalam perusahaan yang berarti mengurangi sumber dana intern yang dapat dipergunakan untuk perluasan usaha sehingga akan menghambat pertumbuhan perusahaan yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan di sisi lain perusahaan ingin menggunakan dana tersebut bagi pertumbuhan perusahaan dengan menambah jumlah laba ditahan dan mengurangi proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen, padahal kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen merupakan salah satu faktor yang cukup menentukan nilai perusahaan dimata investor. Oleh karena itu manajemen perusahaan diharapkan mampu membuat kebijakan dividen yang optimal yaitu kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham. (Brigham and Houston, 2001: 66).

2.4.3. Jenis-Jenis Dividen

Dividen yang dibagikan perusahaan dapat terwujud dalam berbagai bentuk.

Jenis-jenis dividen dibedakan menjadi 5 bentuk yaitu (Kieso,2001:358-365) :

1. Dividen tunai

Dividen tunai adalah dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk uang tunai. Salah satu hal yang harus diperhatikan oleh perusahaan dalam pembagian dividen tunai adalah kecukupan jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan.

2. Dividen saham

Dividen saham adalah dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk saham perusahaan tersebut. Dalam pembagian dividen saham tidak ada aktiva perusahaan yang dibagikan. Setiap pemegang saham akan memiliki proporsi kepemilikan yang sama atas perusahaan setelah pembagian dividen saham, sama seperti sebelum pembagian dividen saham diumumkan.

3. Dividen properti

Dividen properti adalah dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk aktiva selain kas. Aktiva tersebut dapat berupa barang dagangan, real estate, investasi atau bentuk lainnya yang dirancang oleh dewan direksi. Sulitnya pembagian atas unit dan pengiriman kepada pemegang saham, maka dividen property biasanya dibayarkan dalam bentuk saham perusahaan lain yang merupakan investasi perusahaan pembayar dividen.

4. Dividen skrip

Dividen skrip adalah dividen yang dibayarkan pada suatu tanggal di masa mendatang. Perusahaan yang membagikan dividen skrip berarti perusahaan tersebut tidak membayar dividen tersebut sekarang tetapi memilih membayar di suatu tanggal di masa mendatang. Alasan perusahaan memilih membagikan dividen skrip biasanya karena perusahaan memiliki saldo laba ditahan tetapi mengalami kekurangan kas untuk membayar dividen.

5. Dividen likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang tidak didasarkan pada laba ditahan yang menyiratkan bahwa dividen ini merupakan pengembalian dari investasi pemegang saham dan bukan dari laba. Dividen likuidasi merupakan pengurangan atas modal disetor perusahaan.

Dividen yang paling sering dibagikan oleh perusahaan adalah dividen tunai dan dividen saham. Secara umum dividen tunai lebih disukai oleh pemegang saham dibanding dividen saham karena secara teoritis kekayaan pemegang saham tidak akan berubah dengan adanya pembagian dividen saham. Jumlah lembar saham yang bertambah karena pembagian dividen saham tidak akan menaikkan pendapatan pemegang saham karena dengan bertambahnya jumlah lembar saham yang beredar maka laba per lembar saham juga akan menurun secara proporsional.

2.4.4: Prosedur Pembagian Dividen

Pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham perusahaan diputuskan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Terdapat beberapa tanggal penting dalam proses pembagian dividen, yaitu:

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*)

Tanggal pengumuman adalah tanggal dimana emiten (perusahaan yang mengeluarkan saham) mengumumkan akan membagikan dividen. Pengumuman ini selambat-lambatnya pada hari bursa berikutnya setelah pemberitahuan laporan hasil RUPS diterima oleh bursa.

2. *Cum dividend*

Cum dividend date adalah tanggal dimana investor masih berhak atas dividen yang dibagikan oleh emiten. Periode *cum dividend* ini berakhir pada hari bursa ke 6 sebelum tanggal pencatatan dalam daftar pemegang saham.

3. *Ex dividend date*

Ex dividend date adalah tanggal dimana investor sudah tidak berhak akan dividen yang dibagikan.

4. Tanggal pencatatan (*recording date*)

Recording date adalah tanggal dimana emiten mencatat siapa saja yang berhak atas dividen yang akan dibagikan. Tanggal pencantuman dalam daftar pemegang saham paling cepat 16 hari bursa sejak tanggal pengumuman.

5. Tanggal pembayaran (*payment date*)

Tanggal pembayaran adalah tanggal pembayaran pembagian dividen tunai oleh emiten kepada pemegang saham yang terdaftar pada saat tanggal pencatatan. Pelaksanaan pembagian dividen dilakukan selambat-lambatnya 10 hari bursa setelah tanggal pencatatan dalam daftar pemegang saham guna penetapan pemegang saham yang berhak menerima dividen.

2.4.5. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ada beberapa faktor yang menjadi pertimbangan dalam pembagian dividen, yaitu: (Horne and Wachowics, 2001:280-284)

1. Aturan-aturan hukum

Ada berbagai aturan hukum yang menjadi batasan hukum bagi pembagian dividen yang akan dilakukan oleh perusahaan. Aturan hukum itu berkaitan dengan :

a. Aturan penurunan nilai modal

Aturan ini melarang pembayaran dividen jika dividen ini akan menurunkan nilai modal.

b. Aturan solvensi

Aturan ini melarang pembayaran dividen tunai jika perusahaan mengalami insolvensi. Insolvensi terjadi ketika kewajiban total perusahaan melebihi aktivasnya dalam nilai wajar atau dengan kata lain ketidakmampuan perusahaan untuk membayar pada kreditor saat kewajibannya jatuh tempo. Ketika kas terbatas perusahaan

harus mendahulukan kepentingan kreditur daripada kepentingan pemegang saham.

c. Aturan penahanan laba yang berlebih

Merupakan aturan yang melarang perusahaan menahan laba jauh melebihi kebutuhan investasi perusahaan untuk saat ini dan masa depan. Tujuan dari peraturan ini adalah untuk mencegah perusahaan menahan laba demi menghindari pajak.

2. Kebutuhan pendanaan perusahaan

Perusahaan selalu membutuhkan dana untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Perusahaan harus membuat penilaian kebutuhan pendanaan perusahaan termasuk pendanaan untuk proyek-proyek yang bisa diterima. Perusahaan juga harus menganalisis situasi beberapa tahun ke depan untuk mengatasi jika terjadi fluktuasi.

3. Likuiditas

Likuiditas merupakan pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. Perusahaan dapat membagikan dividen tunai kepada pemegang saham jika perusahaan memiliki persediaan uang tunai yang mencukupi. Dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan keseluruhan likuiditas perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Posisi likuiditas perusahaan yang sedang bertumbuh kurang kuat karena sebagian besar dananya digunakan untuk aktiva tetap dan modal kerja permanen, maka perusahaan bertumbuh memiliki kemampuan untuk membayar dividen yang makin kecil.

4. Kemampuan untuk meminjam

Fleksibilitas keuangan suatu perusahaan dapat berasal dari kemampuan mencari pinjaman dan kemampuan perusahaan masuk ke dalam pasar modal melalui penerbitan obligasi. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam maka semakin besar pula fleksibilitasnya untuk meminjam dan semakin besar pula kemampuannya untuk membayar dividen tunai.

5. Batasan-batasan dalam kontrak hutang

Syarat perjanjian hutang sebagai pelindung dalam kesepakatan obligasi atau perjanjian pinjaman seringkali memuat batasan dalam pembayaran dividen. Batasan tersebut ditentukan oleh pemberi pinjaman untuk menjamin kemampuan perusahaan membayar hutang. Hal ini menyebabkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen semakin kecil.

6. Pengendalian

Pengendalian perusahaan berada dalam kuasa pemegang saham mayoritas. Jika perusahaan membayar dividen dalam jumlah besar maka perusahaan harus mencari sumber dana lain melalui penjualan saham baru untuk mendanai pertumbuhan perusahaan. Hal ini akan melemahkan kontrol dari kelompok pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu manajemen cenderung membatasi rasio pembayaran dividen dalam tingkat yang memungkinkan sehingga tidak diharuskan menerbitkan saham baru.

2.5. Teori *Signalling Hypothesis*

Teori *signalling hypothesis* menyatakan bahwa manajer menggunakan pengumuman untuk memberikan sinyal perubahan dalam pengharapan manajemen atas prospek masa depan perusahaan.

Signal adalah suatu tanda atau indikator yang menjadi petunjuk bagi investor tentang kecenderungan manajemen perusahaan dalam memandang prospek perusahaan yang tercermin pada kebijakan dan tindakan strategis yang dilakukan oleh manajemen perusahaan. Kebijakan dan tindakan manajemen tersebut akan tercermin dalam laporan keuangan, realisasi kebijakan, maupun informasi lain yang dipublikasikan. Salah satu kebijakan yang dapat dijadikan sinyal adalah kebijakan dividen yang disampaikan oleh manajemen pada investor melalui publikasi dividen.

Dividend signalling theory menyatakan bahwa dividen merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer tentang keyakinan atau harapan manajer tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Menurut Bathacarya (1979) dalam Amiruddin (2003) ada 2 asumsi yang mendasari teori sinyal dividen yaitu :

1. Manajemen enggan mengubah kebijakan dividen karena itu pembagian dividen yang mengalami perubahan dipandang oleh investor sebagai suatu sinyal tentang prospek perusahaan di masa mendatang.
2. Manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi perusahaan, sementara investor tidak memiliki informasi tersebut yang sering disebut *asymmetry information*. Perbedaan tersebut terjadi ketika manajer tidak menyampaikan semua informasi tentang hal-hal

yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, sehingga saat seorang manajer menyampaikan informasi baru ke pasar, maka pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu indikator atau sinyal akan adanya suatu kejadian yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan asumsi tersebut maka pengumuman pembagian dividen yang memuat informasi kenaikan dan penurunan dividen dapat dipandang sebagai sinyal positif dan negatif oleh investor. Pengumuman pembagian dividen yang menyatakan bahwa perusahaan memutuskan untuk membayar dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya ditafsirkan oleh pasar sebagai sinyal positif sebab pengumuman tersebut menaikkan ekspektasi investor tentang pendapatan masa depan perusahaan. Jika investor menilai bahwa pengumuman pembagian dividen bersinyal positif investor akan mengambil posisi beli sehingga memicu kenaikan harga saham. Sebaliknya pengumuman pembagian dividen yang menyatakan pembagian dividen yang lebih rendah dari tahun sebelumnya dianggap sebagai isyarat negatif sebab investor menduga bahwa emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan di masa depan. Bila investor menilai pengumuman pembagian dividen bersinyal negatif mereka melakukan aksi jual yang berakibat penurunan harga saham.

Menurut Miller dan Modigliani kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang sebaliknya penurunan dividen atau kenaikan dividen yang lebih kecil dari yang

diperkirakan merupakan suatu sinyal bahwa manajemen meramalkan laba yang rendah di masa mendatang (Brigham and Houston, 2001: 71).

2.6. Abnormal Return

Suatu pengumuman yang dipublikasi di pasar modal mengandung informasi jika pengumuman tersebut dapat mengubah kepercayaan investor. Kepercayaan terhadap suatu informasi menyebabkan reaksi pasar yaitu investor bereaksi dengan melakukan transaksi di pasar modal sehingga mengubah harga melalui perubahan *demand* dan *supply*. Jadi reaksi pasar dapat tercermin dengan adanya perubahan harga saham. Reaksi pasar tersebut dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Dengan kata lain suatu pengumuman dikatakan memiliki kandungan informasi jika terdapat *abnormal return*.

Abnormal return merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return yang sesungguhnya terjadi merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Return normal merupakan return ekspektasi atau return yang diharapkan oleh investor. Return ekspektasi merupakan return yang harus diestimasi. Rumus penghitungan *abnormal return* dapat dinyatakan dalam persamaan :

$$AR_{i,t} = R_{it} - R_{int}$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham i pada periode ke-t

$R_{i,t}$ = *Return* realisasi yang terjadi untuk saham i pada periode ke-t

R_{it} = *Return* indeks pasar saham pada hari ke-t

Return saham adalah selisih dari harga saham i pada hari ke-t dikurangi harga saham i pada hari ke-(t-1), dibagi dengan harga saham i pada hari ke-(t-1), secara matematis return saham dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = Return saham i pada hari ke-t

P_{it} = Harga penutupan saham i pada hari ke-t

P_{it-1} = Harga penutupan saham i pada hari ke-t-1

Return ekspektasi merupakan return saham yang harus diestimasi terlebih dahulu.

Menurut Brown dan Warner (1985) seperti dikutip oleh Jogiyanto (2000: 416-428) mengestimasi return ekspektasi menggunakan beberapa model yaitu:

a. Mean adjusted model

Model ini menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Persamaan untuk menghitung return ekspektasi dengan model ini adalah sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=1}^{t-1} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan :

$E[R_{i,t}]$ = Return akspektasi sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = Return realisasi sekuritas ke-i pada periode
estimasi ke-j

T = Lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

- Kelebihan : Model ini merupakan model yang paling sederhana dan mudah dalam penghitungan dan data yang diperlukan relatif sedikit.
- Kelemahan : Kemampuan mengestimasi return ekspektasi lebih lemah daripada model lain.

b. *Market model*

Model ini melakukan penghitungan ekspektasi return dengan dua tahap yaitu :

1. membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
2. menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$ = Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t

α_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-1

$R_{M,t}$ = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-t.

$\varepsilon_{i,t}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t.

Menghitung Expected return selama periode jendela dengan model ekspektasi yang telah diperoleh sebelumnya.

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan :

$E[R_{i,t}]$ = Return yang diharapkan untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

α_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

$R_{M,t}$ = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-t.

$\varepsilon_{i,t}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t

- Kelebihan : Model ini mempunyai kemampuan mengestimasi return ekspektasi daripada model lain. Model ini memiliki potensi untuk menghasilkan tes statistik yang lebih baik karena akan diperoleh return ekspektasi yang mencerminkan karakteristik tiap sekuritas
- Kelemahan : Relatif lebih rumit dalam penghitungan serta membutuhkan data yang cukup banyak.

c. *Market adjusted model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar. *Expected return* secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_{it} - IHSG_{it-1})}{IHSG_{it-1}}$$

Keterangan :

R_{mt} = Return indeks pasar saham pada hari ke-t

$IHSG_{it}$ = Indeks Harga Saham Gabungan dari saham i pada hari ke-t

$IHSG_{it-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan dari saham i pada hari ke-(t-1)

- **Kelebihan** : Sederhana dan mudah dalam penghitungan. Model ini tidak menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena, return sekuritas yang diestimasi sama dengan return indeks pasar.

- **Kelemahan** : Dalam mengestimasi return ekspektasi tidak diperhitungkan banyaknya saham yang tidur yang terdapat di pasar modal.

Jenis *abnormal return* yang terjadi akan berbeda, tergantung pada penilaian pelaku pasar terhadap kandungan informasi yang terdapat dalam suatu pengumuman. Ada dua jenis *abnormal return* yaitu *abnormal return* positif dan *abnormal return* negatif. *Abnormal return* positif jika suatu pengumuman dianggap mengandung informasi yang positif (*good news*) oleh pasar. *Abnormal return* positif terjadi jika return realisasi lebih besar daripada return yang diharapkan. Sebaliknya jika kandungan informasi pada suatu pengumuman dinilai negatif (*bad news*) oleh pasar maka pengumuman tersebut akan memberikan *abnormal return* negatif kepada pasar. *Abnormal return* negatif terjadi bila return realisasi lebih kecil daripada return yang diharapkan.

2.7. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Terdapat 2 macam uji empiris yang biasanya dilakukan untuk menguji teori sinyal dividen yaitu (Lukose dan Rao,2004:4):

1. Reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen.
2. Menguji perilaku laba sekarang dan laba di masa yang akan datang. Dividen menggambarkan informasi yang dimiliki manajer tentang kondisi laba yang akan diperoleh perusahaan. Dividen yang lebih tinggi akan diikuti oleh kinerja laba dan profitabilitas yang lebih baik.

Penelitian ini berusaha meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen yang mengalami perubahan.

Menurut teori sinyal, dividen akan menggambarkan informasi yang lebih akurat yang dimiliki oleh manajer tentang kondisi laba masa depan perusahaan, sehingga perubahan atas pembagian dividen akan menyebabkan pasar bereaksi dengan melakukan transaksi yang menyebabkan adanya perubahan harga. Menurut teori ini terdapat hubungan positif antara perubahan dividen dengan reaksi pasar yang tercermin pada perubahan harga saham.

Banyak penelitian yang sudah dilakukan untuk meneliti secara empiris tentang teori sinyal dividen baik di luar negeri maupun di Indonesia. Penelitian-penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Seperti yang terpapar pada penelitian Vieira dan Raposo, ada penelitian yang mendukung teori sinyal, yaitu penelitian Pettit (1973, 1976), Aharony dan Swary (1980), Benesh, Keown dan Pinkerton (1984) Dhillon dan Johnson (1994), Asquith dan Mullis (1983), Lee dan Ryan (2000,2002), Lipert, Nixon, Pilotte (2000). Sedangkan penelitian yang tidak mendukung teori sinyal adalah penelitian Lang dan Litzenberger (1998), Conroy, Eades, dan Haris (2000) pada pasar Jepang, Chen, Firth, dan Gao (2002) pada pasar China dan penelitian Abeyratna dan Power (2002) pada pasar United Kingdom. Penelitian Vieira dan Raposo sendiri menggunakan sampel dari pasar Portugal, Perancis dan Inggris. Penelitian ini menemukan bahwa abnormal return hanya terdapat di seputar pengumuman pembagian dividen meningkat pada pasar Inggris, sementara untuk pasar Portugal dan Perancis tidak ditemukan reaksi pasar yang signifikan.

Penelitian yang dilakukan Watts (1974) bertujuan untuk menguji hipotesis bahwa dividen mengandung informasi tentang laba masa depan perusahaan. Penelitian ini menggunakan 310 perusahaan sebagai sampel. Data yang digunakan diambil dari periode tahun 1946 sampai tahun 1967. Watts menyimpulkan bahwa pengumuman pembagian dividen tidak mengandung informasi, dalam penelitiannya Watts tidak menemukan adanya abnormal return yang signifikan. Abnormal return yang terjadi tidak melebihi biaya transaksi yang harus dikeluarkan.

Amihud dan Li (2002) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui alasan mengapa pengumuman dividen menjadi kurang informatif dari tahun ke tahun mulai pertengahan tahun 1970an. Penelitian ini menemukan *Cummulative abnormal return* (CAR) positif signifikan untuk pengumuman dividen meningkat dan CAR negatif untuk pengumuman dividen menurun. Penelitian ini menyimpulkan bahwa pengumuman dividen semakin kurang informatif karena semakin meningkatnya kepemilikan saham oleh investor institusional, yang lebih canggih dan lebih berinformasi dibanding investor individual.

Ryan dan Lee (2000) meneliti tentang kandungan informasi pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission* pada perusahaan-perusahaan NASDAQ periode 1976 samapi 1991. Sampel yang digunakan sebesar 69 perusahaan yang melakukan *dividend initiation* dan 42 perusahaan yang melakukan *dividend omission*. Dengan menggunakan 6 hari diseputar tanggal pengumuman,

penelitian ini menemukan adanya positif abnormal return yang signifikan pada *dividend initiation* dan negatif abnormal return pada *dividend omission*.

Mikhail et al (1999) menguji reaksi pasar terhadap perubahan dividen selama periode 1980-1997. Sampel penelitian sebanyak 5838 sampel yang terdiri dari 4858 pengumuman dividen meningkat dan 980 pengumuman dividen menurun. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat dan bereaksi negatif untuk pengumuman dividen menurun. Penelitian ini juga berhasil membuktikan bahwa pasar bereaksi lebih kuat terhadap *bad news* daripada *good news*.

Bernatzi et al. (1997) meneliti perusahaan yang dividennya naik atau turun pada tahun 1979 sampai dengan 1991. Penelitian ini menggunakan 1025 perusahaan sebagai sampel. Bernatzi et al. melakukan penelitian terhadap perilaku return untuk jangka pendek dengan menggunakan data harian dan perilaku return untuk jangka panjang dengan menggunakan data bulanan. Penelitian ini menemukan bahwa untuk jangka pendek yaitu 3 hari diseperti pengumuman pembagian dividen, sampel yang menaikkan dividen akan menghasilkan positif *excess return* yang signifikan dan sampel yang menurunkan dividen menghasilkan negatif *excess return* yang signifikan. Sementara untuk jangka panjang menggunakan data bulanan selama tiga tahun, menemukan bahwa perusahaan yang menaikkan dividen menghasilkan positif *excess return* yang signifikan sedangkan pada perusahaan yang menurunkan dividen tidak ditemukan *excess return* yang signifikan.

Penelitian di Indonesia juga menghasilkan kesimpulan yang beragam. Studi dari Sartono dan Sri Asih (2002) dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEJ selama 3 tahun yaitu tahun 1998 sampai tahun 2000 untuk menguji pengaruh perubahan dividen kas terhadap return saham di BEJ. Sampel yang digunakan sebanyak 194 perusahaan yang mempublikasikan pembagian dividen kas. Penelitian tersebut menggunakan market model dengan 60 hari periode estimasi dan 11 hari periode pengamatan yang dibagi menjadi 3 bagian yaitu 4 hari sebelum hari pengumuman dividen, 1 hari saat pengumuman dividen, 5 hari setelah hari pengumuman. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada pengumuman dividen yang meningkat diperoleh abnormal return positif dan pada pengumuman dividen kas yang stabil diperoleh abnormal return negatif, dan pada pengumuman dividen kas yang menurun diperoleh abnormal return positif.

Penelitian yang dilakukan Suparmono tahun 2000 menguji pengaruh pengumuman dividen tunai terhadap abnormal return saham. Penelitian tersebut dilakukan terhadap perusahaan yang tercatat di BEJ dengan menggunakan periode pengamatan pada tahun 1991 sampai tahun 1998. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah 7 hari diseperti tanggal pengumuman dividen tunai yaitu 5 hari sebelum tanggal pengumuman sampai dengan 1 hari setelah tanggal pengumuman dividen tunai. Sampel yang digunakan sebanyak 182 perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tunai dan 158 perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen tunai. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terjadi abnormal return positif signifikan di sekitar

tanggal pengumuman dividen yang mengalami kenaikan dan abnormal return negatif disekitar tanggal pengumuman dividen yang mengalami penurunan.

Jogiyanto dan Setiawan (2003) meneliti tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat. Sampel penelitian menggunakan perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen yang meningkat selama periode 1992 sampai 1996, sampel yang terkumpul sejumlah 132 perusahaan. Menggunakan metode *market model*, penelitian ini menghasilkan abnormal return positif yang signifikan sehingga menghasilkan kesimpulan bahwa pengumuman pembagian dividen meningkat mengandung informasi.

Yan Arsyah (1999) meneliti pengaruh perubahan dividen terhadap *excess return*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tunai setidak-tidaknya sejak tahun 1992. penelitian tersebut tidak menemukan bukti yang cukup bahwa perubahan dividen mempengaruhi *excess return*. Pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa perubahan dividen tidak signifikan dengan *excess return*nya.

Penelitian tentang efek sinyal pengumuman dividen juga dilakukan oleh Kurniawati dengan 25 sampel perusahaan yang mengumumkan dividen naik dan 25 sampel perusahaan yang mengumumkan dividen turun dengan periode pengamatan dari tahun 1992 sampai tahun 1996. Penelitian ini menyimpulkan bahwa investor bereaksi terhadap pengumuman dividen yang ditunjukkan dengan di peroleh abnormal return positif pada pengumuman dividen yang meningkat dan pada pengumuman dividen kas yang menurun diperoleh abnormal return positif.

Menurut teori sinyal, manajer menggunakan pengumuman pembagian dividen untuk menyampaikan informasi tentang perusahaan, sehingga perubahan kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan menyebabkan investor bereaksi. Pengumuman pembagian dividen tunai yang mengalami kenaikan diartikan oleh investor sebagai kabar baik, yang mengisyaratkan adanya keyakinan dari pihak manajemen bahwa prospek perusahaan akan meningkat di masa mendatang. Investor akan bereaksi secara positif dalam menanggapi kabar baik tersebut, yaitu dengan membuat keputusan untuk melakukan pembelian atau permintaan terhadap saham perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen, sehingga memicu kenaikan harga saham dan diduga akan menyebabkan terjadinya abnormal return positif. Sebaliknya pengumuman dividen tunai yang mengalami penurunan dari tahun sebelumnya dianggap sebagai kabar buruk, yang menggambarkan bahwa prospek perusahaan di masa mendatang akan memburuk. Kabar buruk tersebut akan diikuti oleh respon negatif investor, sehingga investor memutuskan untuk menjual saham yang dimilikinya. Keputusan menjual saham tersebut berakibat menurunnya harga saham perusahaan, yang diduga dapat menyebabkan terjadinya abnormal return negatif.

Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. H_{a1} : terdapat abnormal return saham positif yang signifikan diseperti tanggal pengumuman dividen tunai naik.
2. H_{a2} : terdapat abnormal return saham negatif yang signifikan diseperti tanggal pengumuman dividen tunai turun.