

BAB II

AKSI KORPORASI, KEBIJAKAN DIVIDEN, *RETURN SAHAM*, *ABNORMAL RETURN SAHAM*, STUDI PERISTIWA, PENELITIAN TERDAHULU, DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

II.1. Aksi Korporasi

Aksi korporasi (*corporate action*) adalah aktivitas atau tindakan strategis yang digunakan oleh perusahaan tercatat (*listed company*) yang berpengaruh terhadap kepentingan pemegang saham.⁴ Beberapa pengaruh aksi korporasi terhadap kepentingan pemegang saham adalah tindakan *right issue* yang dilakukan perusahaan, dimana dengan adanya *right issue* pemegang saham lama berhak untuk mendapatkan tambahan jumlah lembar saham baru. Aksi korporasi yang berupa perubahan CEO, dapat berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham, karena dengan kebijakan CEO baru dapat mendukung tingkat kemakmuran pemegang saham misalnya kebijakan peningkatan pembayaran dividen.

II.1.1. Jenis-Jenis Aksi Korporasi

Beberapa jenis aksi korporasi yang umumnya dilakukan emiten adalah:

1. Pemecahan saham (*stock split*) atau penyatuan saham (*reverse split*)
2. Saham bonus
3. Penawaran umum terbatas (*right issue*)
4. Pembelian kembali saham (*stock buy back*)

⁴ Saleh Basir dan Hendy M Fakhruddin, *Aksi Korporasi (Strategi Untuk Meningkatkan Nilai Saham)*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), hal 77

5. Merger
6. Akuisisi
7. Spin Off
8. Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)
9. Pembagian dividen baik tunai maupun saham.

Aksi korporasi merupakan aktivitas emiten yang menarik perhatian para pelaku pasar seperti analis saham, manager investasi, serta investor.⁵ Umumnya pihak-pihak yang berkepentingan akan mencermati dengan seksama setiap langkah-langkah yang dilakukan manajemen perusahaan dalam proses aksi korporasi.

II.1.2. Faktor Yang Mempengaruhi Aksi Korporasi

Pemegang saham berkepentingan dengan aksi korporasi karena beberapa hal, seperti:

1. Dana tambahan
2. Perubahan permodalan perusahaan
3. Jumlah saham beredar
4. Harga saham
5. Likuiditas
6. Strategi investasi
7. Portofolio investasi
8. Perubahan komposisi kepemilikan dan dilusi saham
9. Dividen.

⁵ Saleh Basir dan Hendy M Fakhruddin, op.cit, hal 78

Investor sebaiknya memiliki pemahaman yang baik terhadap berbagai aksi korporasi yang dilakukan emiten. Pemahaman yang baik tersebut akan memberikan manfaat bagi investor supaya mendapat gambaran untuk mengambil keputusan yang dapat berdampak terhadap kepentingan pemegang saham, sehingga pemegang saham dapat menentukan sikap dan mengambil keputusan rasional atas investasinya, seperti keputusan untuk menjual saham, membeli saham atau tetap memegang saham.

Setiap keputusan aksi korporasi harus mendapat persetujuan pemegang saham dalam forum Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), karena aksi korporasi dianggap sebagai keputusan yang bersifat strategis dan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Suatu aksi korporasi akan menjadi efektif setelah mendapat persetujuan dalam forum tersebut.

II.2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen pada dasarnya adalah menentukan porsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan sebagian akan ditahan dalam bentuk laba ditahan, yang berguna untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan terdiri dari empat macam, yaitu:⁶

1. Kebijakan dividen yang stabil.

Kebijakan dividen yang stabil artinya jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu

⁶ Prof.Dr.Bambang Riyanto, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, (Yogyakarta, BPFE-UGM, 2001), hal 271

tertentu, meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi.

2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu.

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra di atas jumlah minimal tersebut.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan dividen payout ratio yang konstan

Kebijakan ini menetapkan *payout ratio* yang konstan. Artinya jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan laba bersih yang diperoleh setiap tahunnya.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan ini menetapkan *payout ratio* yang fleksibel, dimana besarnya setiap tahun disesuaikan dengan posisi dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

II.2.1. Jenis-Jenis Dividen

Dividen dapat diberikan dalam berbagai bentuk. Dilihat dari bentuk dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham, dividen dapat dibedakan menjadi beberapa jenis:⁷

1. Dividen tunai (*cash dividend*)

Dividen tunai adalah dividen yang dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk kas (tunai).

2. Dividen saham (*stock dividend*)

Dividen saham adalah dividen yang dibagi bukan dalam bentuk tunai melainkan dalam bentuk saham perusahaan tersebut.

3. Dividen properti (*property dividend*)

Dividen properti adalah dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham.

II.2.2. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Pada praktiknya terdapat enam faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain:⁸

1. Perjanjian Hutang

Perjanjian hutang antara perusahaan dengan investor membatasi pembayaran dividen, artinya dividen hanya dapat diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan.

⁷ Saleh Basir dan Hendy M Fakhrudin, *op.cit*, hal 98

⁸ Lukas Setia Atmaja, *Manajemen Keuangan*.(Yogyakarta:Andi Offset, 2001), hal 291-292

2. Pembatasan dari Saham Preferen

Saham biasa akan mendapatkan pembayaran dividen setelah dilakukannya pembayaran dividen terhadap saham preferen.

3. Tersedianya Kas

Dividen berupa uang tunai (cash dividend) hanya dapat dibayar oleh perusahaan apabila tersedia uang tunai yang cukup. Perusahaan dengan likuiditas yang baik akan dapat membayar dividen kepada pemegang saham.

4. Pengendalian

Perusahaan yang ingin mempertahankan pengendalian lebih cenderung menahan laba daripada menjual saham baru, akibatnya dividen yang dibayarkan menjadi kecil.

5. Kebutuhan Dana untuk Investasi

Perusahaan yang sedang berkembang selalu membutuhkan dana untuk investasi bagi pertumbuhannya. Sumber dana yang dimanfaatkan manajemen adalah laba ditahan, akibatnya dividen yang dibayarkan semakin kecil.

6. Fluktuasi Laba

Perusahaan dengan laba berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan sumber dana dari internal guna mengurangi resiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen menjadi kecil.

II.2.3. Prosedur Pembagian Dividen

Salah satu faktor yang perlu diperhatikan khususnya para investor, adalah mengenai jadwal yang berkaitan dengan pembagian dividen. Berkaitan dengan jadwal pembagian dividen, prosedur pembagian dividen yang sebenarnya adalah:⁹

1. Tanggal pengumuman (*announcement date*)

Tanggal pengumuman adalah tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen.

2. Tanggal pencatatan pemegang saham (*recording date*)

Tanggal pencatatan pemegang saham adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima dividen yang akan dibagikan perusahaan.

3. Tanggal ex-dividen (*ex-dividend date*)

Tanggal ex-dividen adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya.

4. Tanggal pembayaran dividen (*dividend payment*)

Tanggal pembayaran dividen adalah tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen.

⁹ Herman Wibowo dan Dodo Suharto (Penerjemah: Fundamental of Financial Management)
Manajemen Keuangan (Jakarta: Erlangga, 2001), hal 84

II.2.4. Teori Kebijakan Dividen

Teori tentang kebijakan dividen antara lain:¹⁰

1. Teori Dividen Tidak Relevan

Teori ini mengatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan risiko perusahaan.

2. Teori The Bird in the Hand

Teori ini mengatakan bahwa investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gain*.

3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini mengatakan bahwa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen, karena *capital gain* dapat menunda pembayaran pajak.

4. Teori Signalling Hypothesis

Teori ini mengatakan bahwa jika ada kenaikan dividen akan diikuti kenaikan harga saham. Sebaliknya suatu penurunan dividen dianggap sebagai suatu sinyal perusahaan akan mengalami masa sulit di masa mendatang.

5. Teori Clientele Effect

Teori ini mengatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan.

¹⁰ Lukas Setia Atmaja, op.cit, hal 285-287

II.3. *Return Saham*

Return saham adalah tingkat keuntungan atau hasil yang diperoleh dari investasi.¹¹ Berdasarkan peristiwa terjadinya *return* saham terdiri dari *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* saham diturunkan dari perubahan harga saham.¹² Deviasi standar dipakai untuk menaksir fluktuasi *return* harga saham, yang berarti risiko pasar saham tersebut. Risiko dan *return* saham mempunyai hubungan yang positif didalam kondisi pasar yang efisien, semakin tinggi risiko semakin tinggi pula *return* (tingkat keuntungan) yang diharapkan.

II.4. *Abnormal Return Saham*

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal.¹³ *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor).

Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. *Abnormal return* mungkin terjadi di sekitar tanggal pengumuman dari suatu peristiwa. Jika peristiwa yang diumumkan mengandung informasi maka akan terjadi *abnormal return*, demikian juga sebaliknya jika suatu pengumuman tidak mempunyai informasi maka tidak akan terjadi *abnormal return*.

Dalam menghitung *expected return* dapat digunakan 3 cara, yaitu :¹⁴

¹¹ Jogiyanto, H.M., *op.cit*, hal 109

¹² Mamduh M Hanafi dan Abdul Halim, *Analisis Laporan Keuangan*. (Yogyakarta, UPP AMP YKPN, 2003): hal 319

¹³ Jogiyanto, H.M., *op.cit*, hal 433

¹⁴ Jogiyanto, H.M., *op. cit*, hal 434

1. Model disesuaikan rata – rata (*Mean-adjusted Model*)

Model disesuaikan rata – rata (*Mean-adjusted Model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata – rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum peristiwa. Periode peristiwa disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Dengan model ini, *return* ekspektasi dihitung menggunakan rumus:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

Notasi :

$E[R_{i,t}]$: *return* ekspektasi 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 t1 sampai dengan t2.

2. Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan 2 tahap, yaitu :

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.

Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mj} + \varepsilon_{i,j}$$

Notasi :

$R_{i,j}$: *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

α_i : intercept untuk sekuritas ke-i.

β_i : koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i.

R_{Mj} : *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus $R_{Mj} = (IHS_{Gj} - IHS_{Gj-i}) / IHS_{Gj-i}$ dengan IHS adalah Indeks Harga Saham Gabungan.

$\varepsilon_{i,j}$: kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

- b. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Estimasi *return* akspektasi di periode jendela dilakukan dengan rumus:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_{ii} + \beta_i \cdot R_{Mt}$$

$E(R_{i,t})$: *expected return* untuk saham i pada hari ke-t.

α_i : intercept untuk sekuritas ke-i.

β_i : koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i.

R_{Mt} : *return* pasar pada hari ke-t.

3. Model disesuaikan-pasar (*Market-adjusted Model*)

Model disesuaikan-pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga 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.

II.5. Studi Peristiwa

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman.¹⁵ Studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dilakukan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas.

II.6. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Sejumlah penelitian mengenai pengumuman dividen telah dilakukan untuk menguji kandungan informasi dari pengumuman dividen. Penelitian yang dilakukan di luar negeri oleh Miller dan Modigliani pada tahun 1961 menyatakan bahwa pasar akan bereaksi terhadap sinyal yang diberikan oleh manajemen. Reaksi positif terjadi apabila informasi pengumuman dividen menimbulkan respon pasar atas harapan tingkat keuntungan di masa depan. Reaksi negatif mengandung pesimisme terhadap prospek ke depan perusahaan, karena pihak manajemen dianggap tidak mampu mengelola *earning* bagi kepentingan jangka panjang pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Aharony, Falk, dan Swary pada tahun 1988 dalam Impson pada tahun 1997 menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman

¹⁵ Jogiyanto, H.M., op.cit , hal 410

kenaikan dividen oleh utilitas publik lebih kuat dibandingkan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen oleh perusahaan yang tidak diregulasi.

Penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Soetjipto pada tahun 1997 menemukan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian Asquith dan Mullins pada tahun 1983 yang terdapat dalam penelitian Bandi dan Jogyanto pada tahun 2000 menyatakan bahwa pengumuman dividen merupakan sumber informasi dan menyebabkan reaksi pasar kuat dan positif.

Penelitian Suparmono pada tahun 2000 menemukan bahwa peningkatan dividen ditunjukkan dengan abnormal return positif dan penurunan dividen ditunjukkan dengan abnormal return negatif.

Penelitian yang dilakukan Kartini pada tahun 2001 menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Lisia Apriani pada tahun 2005 menunjukkan bahwa pasar bereaksi kuat terhadap pengumuman kenaikan atau penurunan dividen oleh utilitas publik. Hal ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan harga saham sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan atau penurunan dividen.

Reaksi investor terkait dengan pembayaran dividen menurut Miller dan Modigliani menunjukkan bahwa informasi penting terkandung di dalam pengumuman dividen tunai. Investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan ekonomi bagi investor. Informasi penting tersebut berisi mengenai penilaian manajemen terhadap profitabilitas masa datang perusahaan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Indah Kurniawati (2001) yang juga menggunakan data perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman dividen di Bursa Efek Indonesia pada periode 1999-2000. Perbedaan dengan penelitian Indah

Kurniawati yang pertama adalah penulis tidak mengklasifikasikan perusahaan yang membagikan dividen meningkat dan menurun yang didasari alasan tidak adanya perbedaan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat maupun menurun. Perbedaan yang kedua adalah *return* ekspektasi yang diamati menggunakan model disesuaikan pasar (*Market Adjusted Model*).

Berdasarkan uraian di atas dan juga didasarkan pada penelitian-penelitian terdahulu bahwa terdapat reaksi pasar yang signifikan di seputar pengumuman dividen tunai maka rumusan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H_0 : Tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan di seputar pengumuman dividen tunai di Bursa Efek Indonesia.

H_a : Terdapat reaksi pasar yang signifikan di seputar pengumuman dividen tunai di Bursa Efek Indonesia.