

## BAB II

### **Pasar Modal, Kebijakan Dividen Tunai, Teori *Information content of Dividen*, *Abnormal return Saham***

#### **II.1. Pasar Modal**

Pasar Modal merupakan tempat yang dapat digunakan oleh suatu perusahaan yang membutuhkan tambahan modal untuk menghimpun dana dengan cara menerbitkan sekuritas berupa surat tanda hutang (obligasi) dan surat tanda kepemilikan (saham). Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 pengertian Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan Perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.

Pada dasarnya pasar modal menurut Hartono dapat dibagi menjadi 4 jenis yaitu<sup>19</sup> :

##### **1. Pasar Primer**

Pasar primer adalah pasar tempat penjualan surat berharga yang baru dikeluarkan oleh perusahaan.

##### **2. Pasar Sekunder**

Pasar *sekunder* adalah tempat perdagangan surat berharga yang telah beredar setelah masa penjualan di pasar perdana.

---

Hartono, op. cit., Hal.13.

### 3. Pasar Ketiga

Pasar ketiga adalah pasar modal yang surat berharganya diperdagangkan di luar bursa efek atau pada saat pasar kedua tutup.

### 4. Pasar Keempat

Pasar keempat adalah pasar modal yang dilakukan diantara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk broker.

## II.1.1 Efisiensi Pasar Modal

Konsep tentang pasar modal yang efisien secara umum memberikan penjelasan mengenai bagaimana harga sekuritas menyesuaikan dengan adanya suatu informasi baru. Berdasarkan jenis informasinya Fama membedakan efisiensi pasar kedalam tiga bentuk yaitu<sup>20</sup> :

#### 1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu. Pada pasar yang efisien dalam bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

#### 2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat apabila harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan

---

<sup>20</sup> Jogianto Hartono, op. cit., hal.284-286.

perusahaan emiten. Pada pasar yang efisien dalam bentuk ini investor tidak bisa menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

### 3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Pada pasar bentuk ini investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* karena mempunyai informasi privat.

## II.2. Kebijakan Dividen Tunai

### II.2.1. Pengertian Dividend dan Kebijakan Dividen

Dividen adalah distribusi laba kepada pemegang saham dalam bentuk aktiva atau saham perusahaan penerbit.<sup>21</sup> Berdasarkan definisi tersebut maka dividen tunai dapat didefinisikan sebagai distribusi laba perusahaan dalam bentuk kas kepada pemegang sahamnya. Suatu perusahaan yang telah go public mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap laba bersihnya yaitu membagikan kepada pemegang sahamnya sebagai dividen atau menahannya untuk diinvestasikan kembali.<sup>22</sup> Kebijakan untuk menentukan seberapa besar bagian dari laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan sebagai dividen atau akan diinvestasikan kembali di dalam perusahaan disebut dengan kebijakan dividen. Dari pengertian kebijakan dividen tersebut terlihat

<sup>21</sup> Herman Wibowo, op. cit., hal. 439

<sup>22</sup> Atmaja, Lukas Setia, Manajemen Keuangan. (Yogyakarta: Andi, 1998)

bahwa kebijakan dividen didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham di satu sisi dan kepentingan perusahaan di sisi lain. Manajemen perusahaan seharusnya mampu memutuskan secara hati-hati dan teliti kebijakan dividen yang akan dipilihnya agar kedua kepentingan tersebut dapat terpenuhi. Ada beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam menentukan kebijakan dividen untuk suatu perusahaan sehingga dapat dijadikan pemahaman mengapa suatu perusahaan mengambil kebijakan dividen tertentu. Teori-teori tersebut adalah sebagai berikut<sup>23</sup> :

#### 1. *Dividen Irrelevance Theory*

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan, dividen hanya menunjukkan sisa pendapatan dan bukan variabel keputusan yang mempengaruhi nilai perusahaan. Ini berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan ataupun biaya modal. Nilai perusahaan menurut teori ini ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan bukan pada apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan.

#### 2. *Dividen Relevance Theory*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham menganggap kebijakan dividen relevan terhadap nilai saham. Hal ini didasarkan pada pendapat bahwa investor lebih menyukai dividen karena pendapatan dari dividen merupakan

---

<sup>23</sup>Ridwan S. Sundjaja dan Inge Barlian, *Manajemen Keuangan*, Jilid satu, Edisi keempat (Jakarta: Prenhallindo, 2002). Hal.335-339.

penghasilan yang pasti dan memiliki resiko yang lebih kecil. Berdasarkan teori ini maka perusahaan lebih baik menentukan dividen *payout ratio* atau bagian dari laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk dividen yang tinggi.

### 3. *Tax Differential Theory*

Teori ini berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen *yield* yang tinggi. Bertolak dari padangan tersebut maka teori ini menganjurkan perusahaan untuk lebih baik menentukan dividen *payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali.

### 4. *The Residual Theory of Dividens*

Teori ini menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan merupakan sisa setelah dilakukan pembiayaan atas kesempatan peluang investasi yang dilaksanakan. Bertolak dari pandangan ini maka teori ini menganjurkan agar dividen dibayarkan dari sisa dana yang telah digunakan untuk investasi.

### II.2.2. Jenis-jenis Dividen

Dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya dapat dibayarkan dalam berbagai bentuk. Kieso membedakan dividen ini menjadi 5 bentuk yaitu <sup>24</sup> :

1. Dividen Kas

Dividen Kas adalah dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya dalam bentuk uang tunai.

2. Dividen Saham

Dividen saham adalah dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya dalam bentuk saham.

3. Dividen Properti

Dividen properti adalah dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya dalam bentuk aktiva selain kas. Aktiva tersebut dapat berupa barang dagangan, real estat, investasi atau bentuk lainnya yang dirancang oleh dewan direksi.

4. Dividen Skrip

Perusahaan yang membagikan dividennya dalam bentuk dividen skrip berarti bahwa perusahaan tersebut tidak membayar dividen sekarang tetapi memilih membayarnya pada suatu tanggal di masa depan. Perusahaan yang memilih membagikan dividen dalam bentuk ini biasanya dikarenakan perusahaan

---

<sup>24</sup>Jerry J. Weygandt, Donald E. Kieso, dan Walter G. Kell, *Intermediate Accounting*, Jhon Wiley & Sons, Inc, 2001. Hal.815-820

memiliki saldo laba ditahan yang mencukupi tetapi mengalami kekurangan kas.

#### 5. Dividen Likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang tidak didasarkan pada laba ditahan.

### II.2.3. Prosedur Pembayaran Dividen Tunai

Pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham perusahaan diputuskan oleh dewan direksi perusahaan. Terdapat beberapa tanggal penting dalam akuntansi untuk dividen yaitu <sup>25</sup>:

#### 1. Tanggal Pengumuman

Pada tanggal ini dewan direksi secara formal menyetujui dan mengeluarkan pengumuman dividen. Dividen yang telah diumumkan dalam akuntansi akan menjadi kewajiban lancar bagi perusahaan dengan mencatat laba ditahan yang berkurang disisi debet dan hutang dividen yang bertambah disisi kredit.

#### 2. Tanggal Pencatatan

Pada tanggal pencatatan ini perusahaan menutup buku transfer sahamnya dan menyusun daftar pemegang saham pada tanggal tersebut. Saham yang dipegang pada tanggal tersebut akan menerima dividen tanpa memandang penjualan atau pembelian saham setelah tanggal pencatatan tersebut.

---

<sup>25</sup> Herman Wibowo, op. cit., hal. 440

### 3. Tanggal *Ex dividen*

Tanggal *Ex dividen* adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan tidak lagi menyertai saham tersebut

### 4. Tanggal Pembayaran

Tanggal pembayaran adalah tanggal pada saat perusahaan mengirimkan cek dividen. Pada tanggal ini kewajiban yang dicatat pada tanggal pengumuman didebet dan akun aktiva yang bersangkutan dikredit.

## II.3. Teori *Information content of Dividen*

Teori *Information content of dividen* menyatakan bahwa perubahan dividen dianggap oleh investor sebagai isyarat dari perkiraan manajemen atas prospek perusahaan di masa mendatang.<sup>26</sup> Teori ini menyatakan bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih tinggi merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan adanya peningkatan prospek perusahaan di masa mendatang. Penurunan dividen sebaliknya merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen meramalkan adanya penurunan prospek perusahaan di masa mendatang.

Berdasarkan Teori *Information content* tersebut maka pembayaran dividen tunai dapat dikatakan sebagai salah satu alat komunikasi yang dapat memberikan informasi kepada pasar mengenai kondisi ekonomi suatu perusahaan. Adanya peningkatan dan penurunan pembayaran dividen dapat diinterpretasikan sebagai suatu

---

<sup>26</sup>Herman Wibowo, *Fundamentals of Financial Management* (Terjemahan), by Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston, 1999, (Jakarta: Erlangga, 2001), hal. 71.

isyarat mengenai keyakinan pihak manajemen akan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini cenderung menyebabkan manajemen akan berusaha tidak mengurangi pembayaran dividennya jika hal tersebut dianggap sebagai sinyal memburuknya kondisi perusahaan di masa mendatang. Pada umumnya untuk menghindari sinyal buruk tersebut, maka perusahaan pun cenderung tidak menaikkan dividen jika tidak yakin bahwa di masa mendatang jumlah tersebut akan mampu dipertahankan.

Dari penjelasan diatas intepretasi pasar mengenai kandungan informasi dalam pengumuman dividen adalah sangat penting karena akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pihak manajemen tentu harus bisa menentukan kebijakan dividen yang optimal bagi perusahaan dengan tidak memberikan sinyal yang keliru yang dapat merugikan perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang dapat menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan.<sup>27</sup>

#### **II.4. Hubungan Antara Informasi Dengan Reaksi Pasar**

Informasi atau fakta material menurut Undang Undang No.8 Tahun 1995 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 lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

---

<sup>27</sup> Wibowo, op. cit., hal. 72.

Berdasarkan definisi tersebut dapat dilihat bahwa informasi yang relevan merupakan hal penting dalam perdagangan surat berharga di pasar modal dan sangat dibutuhkan oleh para pelaku pasar sebagai dasar pengambilan keputusan investasinya. Informasi dikatakan relevan apabila informasi tersebut mampu dan berguna dalam mempengaruhi keputusan investor yaitu dengan mengubah atau menguatkan pengharapannya tentang hasil dan akibat tindakan atas suatu kejadiannya.<sup>28</sup>

Informasi yang dianggap relevan oleh investor tentu akan segera direspon berdasarkan ekspektasi dan persepsi masing-masing. Hal ini selanjutnya akan mengakibatkan bereaksinya pasar modal. Reaksi pasar ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham. Ada beberapa ukuran yang dapat digunakan untuk mengukur reaksi pasar antara lain adalah menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return* saham.

## II.5. *Abnormal return* Saham

Suatu informasi yang dipublikasikan dapat dihubungkan dengan kenaikan dan penurunan harga saham disekitar publikasi informasi tersebut. Perubahan harga saham yang terjadi tersebut merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan.<sup>29</sup> *Event* yang akan diamati dalam penelitian ini adalah pengumuman pembagian dividen tunai. Jika pengumuman pembagian dividen tunai

<sup>28</sup> Sofyan S. Harahap, *Teori Akuntansi*, Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2001, hal.141-142.

<sup>29</sup> Bandi, dan Jogiyanto Hartono., *Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen*.(Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 2000). Hal. 203-213.

tersebut dianggap informatif maka diharapkan akan ada perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan yang akan mengakibatkan investor memperoleh *Abnormal return*.

*Abnormal return* adalah kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal.<sup>30</sup> *Return* sesungguhnya adalah *return* yang terjadi pada waktu *ke-t* yang merupakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya secara relatif sedangkan *return* normal adalah *return* yang diharapkan oleh investor, dan harus diestimasi. Untuk mengestimasi *return* yang diharapkan dapat digunakan beberapa model yaitu *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*

Pada *Mean-adjusted Model* *return* ekspektasi dianggap bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi periode sebelumnya selama periode estimasi. Penghitungan *return* ekspektasi dengan *Market Model* dilakukan dalam dua tahap yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model penghitungan *return* ekspektasi yang terakhir yaitu *Market-Adjusted Model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Pada penelitian ini akan digunakan *Market –Adjusted Model* karena dengan menggunakan model ini tidak diperlukan periode estimasi dan dapat menghindari bias dalam penghitungan beta akibat adanya beberapa sampel saham yang tidak diperdagangkan setiap hari.

---

<sup>30</sup> Jogianto Hartono, op. cit., hal. 335.

## II. 5. 1. Pengaruh Pengumuman Kenaikan dan Penurunan Dividen Tunai

### Terhadap *Abnormal return* Saham

Pengumuman dividen tunai berdasarkan Teori *Information content of dividend* diartikan mengandung informasi tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya kenaikan dividen tunai diartikan sebagai isyarat bahwa manajemen meyakini prospek perusahaan di masa mendatang akan membaik. Penurunan dividen tunai sebaliknya diartikan sebagai isyarat bahwa manajemen meyakini di masa mendatang prospek perusahaan akan memburuk. Dengan demikian pengumuman kenaikan dividen tunai merupakan kabar baik bagi investor karena dapat memberikan kepercayaan kepada investor atas harapan akan tingkat keuntungan yang lebih baik di masa mendatang. Pengumuman dividen tunai yang mengalami penurunan sebaliknya merupakan kabar buruk bagi investor yang dapat menyebabkan investor menjadi pesimis terhadap prospek perusahaan di masa mendatang.

Pengumuman dividen tunai yang dianggap memiliki kandungan informasi oleh investor akan menyebabkan investor bereaksi pada saat menerima pengumuman ini. Reaksi investor tersebut tercermin pada perubahan harga saham perusahaan yang bersangkutan sehingga akan memberikan *abnormal return* bagi investor.<sup>31</sup> Investor akan bereaksi positif ketika menerima kabar baik dan sebaliknya bereaksi negatif ketika menerima kabar buruk. Oleh karena itu pengumuman kenaikan dividen tunai yang dianggap mengandung informasi tentang adanya kabar baik bagi investor akan menyebabkan investor bereaksi positif. Reaksi positif tersebut ditunjukkan dengan

---

<sup>31</sup> Bandi dan Hartono, op. cit., hal. 203-213.

keputusan investor untuk melakukan pembelian atau permintaan terhadap sekuritas perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen. Keputusan investor ini akan menyebabkan meningkatnya harga saham perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tunai sehingga akan memberikan *abnormal return* yang positif.

Pengumuman penurunan dividen tunai yang diartikan mengandung informasi tentang adanya kabar buruk bagi investor, sebaliknya akan menyebabkan investor bereaksi negatif pada waktu menerima pengumuman ini. Reaksi negatif dari investor ditunjukkan dengan keputusan investor untuk melepaskan kepemilkannya terhadap sekuritas perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen tunai. Keputusan investor tersebut akan menyebabkan harga saham perusahaan tersebut mengalami penurunan, sehingga akan memberikan *abnormal return* yang negatif.

## II. 6. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian mengenai pengaruh pengumuman perubahan dividen tunai yaitu dividen tunai yang mengalami kenaikan dan penurunan, terhadap *abnormal return* saham antara lain telah dilakukan oleh Choi dan Chen pada tahun 1997. Choi dan Chen dalam penelitiannya menguji pengaruh pengumuman dividen tunai yang mengalami kenaikan terhadap *abnormal return* saham dengan menggunakan sampel 149 perusahaan yang tercatat di New York Stock Exchange pada periode 1968 sampai 1984. Penelitian tersebut membuktikan bahwa terjadi *abnormal return* saham yang positif pada saat perusahaan mengumumkan kenaikan dividen tunai. Murry dan Ravi pada tahun 1998 dalam penelitiannya membuktikan bahwa pengumuman

dividen tunai yang mengalami penurunan menghasilkan reaksi pasar yang negatif. Ini ditunjukkan dengan terjadinya *abnormal return* yang negatif di seputar tanggal pengumuman dividen tunai yang mengalami penurunan. Penelitian yang dilakukan oleh Murry dan Ravi tersebut menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di pasar modal Hongkong pada periode tahun 1980 sampai dengan tahun 1993. Charest pada tahun 1978 dalam penelitiannya membuktikan bahwa terjadi *abnormal return* saham yang negatif ketika perusahaan mengurangi dividen dan *abnormal return* saham yang positif pada saat perusahaan menaikkan dividen.

Penelitian yang menguji tentang kandungan informasi dalam pengumuman dividen tunai di Indonesia telah dilakukan antara lain oleh Suparmono pada tahun 2000. Penelitian yang dilakukan oleh Suparmono menguji pengaruh pengumuman dividen tunai terhadap *abnormal return* saham. Penelitian tersebut dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan periode pengamatan pada tahun 1991 sampai dengan tahun 1998. Periode jendela yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah 7 hari di seputar tanggal pengumuman dividen tunai yaitu 5 hari sebelum tanggal pengumuman sampai dengan 1 hari setelah tanggal pengumuman dividen tunai. Sampel yang digunakan adalah 182 perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tunai dan 158 perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen tunai. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terjadi *abnormal return* positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen yang mengalami kenaikan dan *abnormal return* negatif di sekitar tanggal pengumuman dividen yang mengalami penurunan.

Abdurahim pada tahun 2004 menguji pengaruh pengumuman dividen tunai yang mengalami kenaikan terhadap *abnormal return* saham. Penelitian tersebut dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan periode pengamatan pada tahun 1995 sampai dengan 1997. Periode jendela yang digunakan dalam penelitian adalah 3 hari sebelum tanggal pengumuman sampai dengan 3 hari sesudah tanggal pengumuman dividen tunai dengan jumlah sampel sebanyak 139 perusahaan yang menaikkan dividen tunai. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut membuktikan bahwa pengumuman dividen tunai yang mengalami kenaikan menyebabkan reaksi pasar yang positif. Ini ditunjukkan dengan terjadinya *abnormal return* positif yang signifikan di seputar tanggal pengumuman dividen tunai yang mengalami kenaikan.

✓ Secara teoritis kenaikan dividen tunai diartikan oleh investor sebagai kabar baik yang mengisyaratkan adanya keyakinan dari pihak manajemen bahwa prospek perusahaan akan meningkat di masa mendatang. Kabar baik ini akan diikuti dengan respon positif dari investor yaitu dengan membuat keputusan untuk melakukan pembelian atau permintaan terhadap saham perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen. Keputusan tersebut akan menyebabkan naiknya harga saham perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen sehingga diduga akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* saham yang positif. Penurunan dividen tunai sebaliknya diartikan sebagai kabar buruk yang mengisyaratkan bahwa prospek perusahaan di masa mendatang akan memburuk. Kabar buruk ini akan diikuti oleh respon negatif dari investor yaitu dengan keputusannya untuk melepaskan

kepemilikannya terhadap saham yang bersangkutan. Keputusan ini akan menyebabkan menurunnya harga saham perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen tunai sehingga diduga akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* yang negatif. Berdasarkan pemaparan tersebut maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

Ha1 : Terdapat *abnormal return* saham positif yang signifikan di seputar tanggal pengumuman dividen tunai naik

Ha2 : Terdapat *abnormal return* saham negatif yang signifikan di seputar tanggal pengumuman dividen tunai turun.