

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Pasar Modal dan Bursa Efek

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Dengan demikian, pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi. Sedangkan tempat dimana terjadinya jual-beli sekuritas disebut bursa efek. (Eduardus Tandelilin 2010: 26)

Sedangkan menurut Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995, pasar modal secara khusus yaitu kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, Perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Dalam pasal 1 ayat (4) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995.

Dari kedua pengertian pasar modal di atas menjelaskan bahwa pasar modal adalah suatu aktivitas jual-beli antara pihak (perusahaan) yang membutuhkan dana dan pihak atau perusahaan yang memiliki kelebihan dana dengan memperjualbelikan sekuritas di bursa efek. Secara umum pengertian pasar modal bisa dikatakan pasar abstrak, sekaligus pasar konkret dengan barang yang diperjualbelikan adalah dana yang bersifat abstrak, dan bentuk konkretnya adalah lembar surat-surat berharga di bursa efek.

Pengertian bursa efek menurut J. Bogen dalam Saleh Basir dan Hendy M. Fakhruddin (*Aksi Korporasi*: 18) bahwa: “Bursa efek adalah suatu sistem yang terorganisasi dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual dan pembeli efek secara langsung atau melalui wakil-wakilnya”.

“Setelah melakukan penawaran umum, emiten dapat mencatatkan saham atau obligasinya di bursa efek. Di bursa efek, saham dan obligasi serta sekuritas jangka panjang lainnya diperdagangkan antar investor”. (Eduardus Tandelilin 2010: 67)

Pengertian tersebut menjelaskan, bursa efek merupakan pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka.

Selanjutnya, efek diartikan sebagai surat berharga yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Dengan kata lain, jika suatu sekuritas diperjual-belikan dan sekuritas tersebut merupakan instrumen keuangan jangka panjang, maka penerbitannya dilakukan di pasar modal. Sedangkan kegiatan perdagangan sekuritas tersebut dilakukan di bursa efek (perusahaan yang jasa utamanya adalah menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas di pasar sekunder). Di Indonesia terdapat satu bursa efek yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan hasil merger antara Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Untuk menarik pembeli dan penjual berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Suatu pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat berharga dengan cepat. Pasar Modal dikatakan efisien jika harga dari sekuritas yang bersangkutan mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat. Pada pasar yang efisien, harga

juga mencerminkan penilaian pelaku pasar (investor) terhadap prospek perusahaan di masa datang serta kualitas dari manajemennya. Jika calon investor meragukan kualitas dari manajemen, keraguan ini dapat tercermin dari turunnya harga surat berharga dari perusahaan yang bersangkutan.

Pasar modal dapat berfungsi sebagai sarana alokasi dana yang produktif untuk pemindahan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam. Alokasi dana yang produktif terjadi ketika individu yang mempunyai kelebihan dana dapat meminjamkannya ke individu lain yang lebih produktif yang sedang membutuhkan dana segar. Sebagai akibatnya, peminjam dan pemberi pinjaman akan lebih diuntungkan. Namun perlu diingat bahwa semakin pentingnya peran bursa saham dalam kegiatan ekonomi, membuat bursa saham makin sensitif terhadap berbagai peristiwa di sekitarnya yang berkaitan secara langsung dengan isu ekonomi.

2.1.2 Pengertian Dividen

“Dividen adalah nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) yang disimpan sebagai cadangan bagi perusahaan”. (Ang, 1997).

Perusahaan yang menjual sahamnya kepada masyarakat akan menerbitkan laporan keuangan. Dalam laporan keuangan, tertulis beberapa keuntungan perusahaan pada tahun bersangkutan, kemudian dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) akan diputuskan besarnya dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham.

Kebijakan dividen menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan. “Kebijakan dividen melibatkan keputusan apakah akan membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan”, (Copeland, 1997). Dalam pembagian dividen perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan diinvestasikan dalam perusahaan. Di satu sisi, laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber pendanaan yang sangat signifikan bagi pertumbuhan perusahaan, tetapi di sisi lain dividen merupakan aliran kas (*asset*) yang dibagikan pada pemegang saham.

Berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibedakan atas empat jenis. Menurut Saleh Basir dan Hendy M. Fakhruddin (*Aksi Korporasi: 98*) yang menyatakan mengenai jenis-jenis dividen, yaitu:

- 1) Dividen Tunai, dividen yang dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk kas (tunai).
- 2) Dividen Saham, dividen yang dibagi bukan dalam bentuk tunai melainkan dalam bentuk saham perusahaan tersebut.
- 3) Dividen Properti, dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham, misalnya aktiva tetap dan surat-surat berharga.
- 4) Dividen Likuidasi, dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat dilikuidasinya perusahaan.

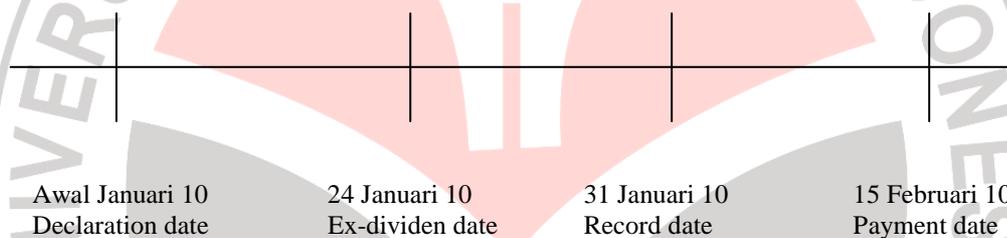
Dari beberapa jenis dividen tersebut, jenis dividen yang sering dibagikan adalah dividen tunai dan dividen saham. Dari keduanya dividen tunai merupakan yang lebih sering dibagikan perusahaan, dan merupakan jenis dividen yang disukai oleh pemegang saham/investor.

Pada waktu pengumuman dividen, ada beberapa jenis tanggal yang perlu diperhatikan ataupun prosedur standar pembayaran dividen tunai, (Suad Husnan, 1996: 382-383) yaitu,

RUPS memutuskan untuk membagikan dividen, maka tanggal keputusan tersebut merupakan *declaration date*. Dalam keputusan tersebut disebutkan bahwa para pemegang saham yang namanya tercantum dalam Daftar Pemegang Saham (DPS) pada tanggal tertentu dinyatakan berhak mendapatkan dividen. Tanggal tersebut disebut sebagai *date of record*.

Lima hari kerja sebelum *date of record* tersebut ditentukan tanggal *ex-*. Pada tanggal ini atau sesudahnya pembeli saham tidak berhak untuk memperoleh dividen yang akan dibagikan. Karena itu pada hari tersebut atau sesudahnya, dikatakan saham diperdagangkan *ex-div*, sedangkan sebelumnya dikatakan sebagai *cum-div*. Dengan demikian maka apabila suatu saham diperdagangkan pada periode *cum-div* dengan harga Rp.3.000, sedangkan RUPS telah memutuskan untuk membagikan dividen sebesar Rp.200, maka mungkin sekali pada saat *ex-div* saham tersebut akan diperdagangkan dengan harga Rp.2.800.

Akhirnya, pada RUPS tersebut harus disebutkan kapan dividen akan dibayarkan, dan bagaimana cara pembayarannya. Tanggal pembayaran tersebut disebut sebagai *payment date*.



Gambar 2.1
Prosedur pembayaran dividen

2.1.3 Kebijakan Dividen

“Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali”, (Suad Husnan 1996: 381).

Adapun pengertian kebijakan dividen menurut Kamarrudin Ahmad (2004: 191) bahwa:

Kebijakan dividen diartikan secara umum sebagai pembayaran laba perusahaan kepada pemegang sahamnya. Kebijakan dividen adalah keputusan keuangan, yaitu dengan mempertimbangkan apakah pembayaran dividen akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Setelah mendapatkan penjelasan dari teori mengenai kebijakan dividen di atas, dengan demikian pertanyaannya seharusnya adalah kapan (artinya, dalam keadaan seperti apa) laba akan dibagikan dan kapan akan ditahan, dengan tetap memperhatikan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang.

(Agus Sartono; 281). Aharony dan Swary (1980) mengemukakan bahwa, “Perusahaan sebagai pihak yang memiliki kepentingan untuk memanfaatkan informasi pengumuman dividen, karena bagi investor dividen dapat digunakan sebagai signal informasi yang memiliki reaksi positif terhadap harga saham”.

Brigham dan Ehrhardt (2003), mengemukakan bahwa, Model harga saham dengan tingkat pertumbuhan konstan, pembayaran dividen yang lebih besar cenderung akan meningkatkan harga saham sehingga dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tetapi, apabila dividen yang dibayarkan secara tunai makin meningkat, maka akan mengurangi sumber dana internal yang dapat digunakan untuk investasi pada proyek yang lebih menjanjikan, sehingga akan mengakibatkan turunnya tingkat pertumbuhan perusahaan yang selanjutnya akan menurunkan harga saham.

Menurut Suad Husnan (1996: 395), dalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil perusahaan, diantaranya adalah:

- a. Tidak benar bahwa perusahaan seharusnya membagikan dividen sebesar-besarnya. Apabila dana yang diperoleh dari operasi perusahaan bisa dipergunakan dengan menguntungkan, dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar (bahkan secara teoritis tidak perlu membagikan dividen).
- b. Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah (dan rasio *payout*) yang tidak terlalu besar. Dengan demikian memudahkan perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen kalau laba perusahaan meningkat, dan tidak perlu segera menurunkan pembayaran dividen kalau laba menurun.
- c. Apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen daripada menerbitkan saham baru. Penurunan pembayaran dividen *mungkin* akan diikuti dengan penurunan harga saham, tetapi apabila pasar modal efisien harga akan menyesuaikan kembali dengan informasi yang sebenarnya (yaitu adanya investasi yang menguntungkan).
- d. Dalam keadaan tidak terdapat biaya transaksi, tambahan kekayaan karena kenaikan harga saham sama menariknya dengan tambahan kekayaan karena pembayaran dividen. Masalahnya adalah bahwa untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual (sebagian) saham, sedangkan pembayaran dividen berarti menerima kas (yang tidak perlu menjual saham). Sayangnya kalau pemodal menjual saham, mereka akan terkena biaya transaksi. Dengan demikian, kalau tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gains*. Karena itulah sekelompok pemodal mungkin memilih saham yang membagikan dividen secara teratur.
- e. Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan (*personal tax*), maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi (di Indonesia *tax bracket* tertinggi adalah 30%), mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus segera membayar pajak dan memilih menikmati *capital gains*). Kalau sebagian besar pemegang saham merupakan pemodal yang mempunyai *tax bracket* tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak terlalu besar.
- f. Apabila terdapat bias *in favour of capital gains*, maka pemodal akan lebih menyukai untuk menerima dividen dalam jumlah yang lebih kecil.

Kebijakan dividen masih merupakan hal yang kontroversial yang ditandai dengan adanya teori kebijakan dividen yang lebih dari satu. Ada 3 teori mengenai kebijakan dividen (Brealy & Myers, 1996 dalam Prasetyo & Susilastuti, 2004):

1. *Bird In Hand Theory*

Dalam hal ini investor lebih menyukai untuk menerima dividen daripada menerima *capital gain* (Gordon & Lintner, 1961). Dividen mempunyai risiko lebih rendah dibandingkan *capital gain*, sehingga para pemegang saham cenderung menilai harga saham suatu perusahaan berdasarkan laba ditahan.

2. *Tax Preference Theory*

Teori ini beranggapan bahwa jika dividen dibebankan pajak lebih besar dari *capital gain* maka pemegang saham akan memilih saham yang mempunyai *dividend yield* yang rendah agar diperoleh penghematan pajak.

3. *Dividend Irrelevance Theory*

Miller & Modigliany (1961) berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan risiko bisnis perusahaan. Hal ini berarti nilai suatu perusahaan tergantung pada pendapatan yang diperoleh dari aset-asetnya bukan proporsi pembagian dividen dan laba ditahan.

2.1.4 Teori Sinyal (*Signal Theory*)

“Teori sinyal merupakan teori yang menyatakan bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer mengenai keyakinan mereka tentang perkembangan perusahaan di masa depan”, (Miller dan Rock 1985).

Menurut Morse (1981) asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibanding dengan pihak diluar perusahaan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Asimetri informasi yang akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diketahuinya tentang semua hal yang dapat

mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya peristiwa (*event*) tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga saham dan perubahan volume perdagangan saham yang terjadi. Sebagai implikasinya, pengumuman dividen akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi baru yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang selanjutnya akan mempengaruhi harga dan aktivitas perdagangan saham.

Miller dan Rorke (1985) dalam Doddy Setiawan & Sitti Subekti (2005) menyatakan bahwa, “*Dividend signaling theory* merupakan teori yang menyatakan bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer mengenai keyakinan mereka tentang perkembangan perusahaan di masa depan”.

Manajer sebagai pihak dalam tentu mempunyai akses yang lebih baik mengenai kemampuan perusahaan dan mereka dapat menyampaikan keyakinannya mengenai perkembangan perusahaan kepada investor melalui pengumuman dividen. Gelb (1999) membuktikan bahwa, “Dividen merupakan suatu sinyal yang baik untuk menyampaikan maksud perusahaan kepada investor”.

Pengumuman dividen dapat digunakan investor untuk memperkecil asimetri informasi dengan manajer, sehingga pengumuman dividen merupakan

informasi yang berguna untuk pengambilan keputusan. Oleh karena itu, pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna.

2.1.5 Kandungan Informasi

Studi mengenai kandungan informasi bertujuan untuk melihat kandungan dari suatu peristiwa yang terjadi. Jika peristiwa yang terjadi membawa (*convey*) informasi, maka dikatakan bahwa peristiwa tersebut mempunyai kandungan informasi (*information content*). Sebaliknya, jika suatu peristiwa tidak membawa informasi, maka dikatakan bahwa peristiwa tersebut tidak mempunyai kandungan informasi. (Hartono, 2005)

Studi mengenai kandungan informasi merupakan bagian dari studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*). *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) suatu pengumuman dan dapat dilanjutkan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat, (Jogiyanto Hartono, 2009: 536).

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*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

2.1.6 Kandungan Informasi Dividen

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan

dividen. Dividen dipakai sebagai suatu signal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat di mana dividen yang meningkat tersebut bisa dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen. Pasar akan merespon positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Hal sebaliknya akan terjadi jika perusahaan merasa prospek di masa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Pasar akan merespon negatif pengumuman tersebut.

2.1.7 Studi Peristiwa (*event study*)

“Studi Peristiwa (*Event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat”. (Jogiyanto Hartono, 2009: 536).

Sedangkan menurut Eduardus Tandelilin (2010: 239), Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas sering disebut dengan *event studies*. Penelitian *event studies* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham.

Dari kedua pengertian di atas menjelaskan, studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman”. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga untuk menguji efisien pasar bentuk setengah kuat. 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 yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga dengan menggunakan abnormal return. Jika digunakan abnormal return, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar.

“Studi peristiwa merupakan bagian dalam konsep hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*)”, yang dikemukakan oleh Fama (1991). Studi peristiwa merupakan bentuk studi untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*).

Secara lebih spesifik studi peristiwa menyelidiki respons pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*). Hipotesis pasar efisien memprediksikan bahwa pasar akan memberi respons pasar positif untuk berita baik, dan respons negatif untuk berita buruk. Respons pasar tersebut tercermin dari return tak normal positif (berita baik) dan return tak normal negatif (berita buruk).

Bentuk peristiwa yang diinformasikan beragam baik informasi dari perusahaan maupun dari luar perusahaan yang mungkin akan mempengaruhi prospek pertumbuhan perusahaan di masa datang, antara lain pengumuman dividen, pembelanjaan modal, perubahan komposisi kepemilikan, merger dan

akuisisi, perubahan peraturan pada industri atau bentuk usaha tertentu, kondisi politik, dan bentuk-bentuk peristiwa lainnya.

Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika tidak ada investor yang memperoleh abnormal return dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada abnormal return, pasar harus bereaksi dengan cepat untuk menyerap abnormal return untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru. Dengan demikian pengujian pasar secara informasi bentuk setengah kuat seharusnya dilakukan setelah pengujian kandungan informasi.

2.1.8 Jenis Studi Peristiwa

Peristiwa yang menjadi fokus penelitian dapat dikelompokkan ke dalam beberapa jenis, antara lain yang paling sering dijumpai dalam studi peristiwa adalah: (i) peristiwa konvensional; (ii) peristiwa kluster; (iii) peristiwa yang tak terduga; (iv) peristiwa yang terjadi bersifat relevan dan berurutan. Literatur keuangan menunjukkan bahwa respon pasar terhadap jenis peristiwa yang berbeda mungkin berbeda dan seringkali juga membutuhkan metode penelitian yang berbeda. Eduardus Tandililin (2010: 566)

2.1.8.1 Studi Peristiwa Konvensional.

Studi ini mempelajari respons pasar terhadap peristiwa-peristiwa yang seringkali terjadi dan diumumkan secara terbuka oleh emiten di pasar modal. Karakteristik studi peristiwa konvensional adalah sebagai berikut.

- a. Pemicu peristiwa yang sama dapat terjadi (dilakukan) pada perusahaan lainnya namun pada umumnya tidak dilakukan pada waktu yang sama (walaupun hal tersebut dimungkinkan terjadi).
- b. Peristiwa bersifat umum (lazim) dan seringkali merupakan peristiwa rutin yang terjadi dalam suatu perusahaan.
- c. Untuk peristiwa rutin, interval waktu peristiwa bervariasi dari rentang terpendek (kuartalan) hingga tahunan per peristiwa.
- d. Dampak peristiwa hanya terjadi pada perusahaan yang mengumumkan peristiwa.
- e. Tidak terdapat peristiwa lain yang berdekatan (dalam periode peristiwa) untuk menghindari ambiguitas respons pasar terhadap informasi ganda atau *confounding effect*.

Studi peristiwa konvensional telah banyak dilakukan baik di dalam negeri maupun di luar negeri. Beberapa contoh studi peristiwa konvensional, antara lain: pengumuman laba, pembayaran dividen, penawaran hak atas saham (*right issue*), merger dan akuisisi, pengumuman pembelanjaan modal, *stock split*, dan bentuk sejenis lainnya. Eduardus Tandelilin (2010: 566-567)

2.1.8.2 Studi Peristiwa Kluster

Studi peristiwa kluster atau kelompok mempelajari respons pasar terhadap peristiwa yang diumumkan secara terbuka yang terjadi pada waktu yang sama dan berdampak pada sekelompok perusahaan (kluster perusahaan) tertentu.

Karakteristik studi peristiwa kluster adalah sebagai berikut:

- a. Pemicu peristiwa bersifat tunggal
- b. Peristiwa yang terjadi berdampak (berita baik atau buruk) pada sekelompok perusahaan. Dalam beberapa kasus, efek peristiwa lebih kuat pada sekelompok perusahaan daripada kelompok perusahaan lainnya.

Peristiwa kluster memiliki bentuk yang beragam. Kluster dapat bersifat relatif sempit hingga luas. Contoh peristiwa kluster adalah pengumuman pemerintah yang membuat regulasi pada industri tertentu sehingga diperkirakan berdampak pada aliran kas perusahaan dalam industri yang bersangkutan. Respons pasar dalam studi peristiwa kluster cenderung lebih sulit diprediksi. Hal ini disebabkan peristiwa kluster bukan peristiwa yang sering terjadi sehingga investor mungkin belum memahami kandungan informasi dari suatu peristiwa apakah berdampak positif atau negatif terhadap aliran kas perusahaan. Eduardus Tandelilin (2010: 567-568)

2.1.8.3 Studi Peristiwa Tak Terduga

Studi peristiwa tak terduga (*unanticipated event*) merupakan varian dari studi peristiwa kluster. Studi ini mempelajari respons pasar terhadap suatu peristiwa yang tidak terduga (*unanticipated event*). Sesuai dengan namanya, karakteristik utama dari studi ini adalah peristiwa yang terjadi bersifat tak terduga. Penelitian tentang peristiwa tak terduga relative belum banyak dilakukan, selain karena sifat peristiwa sangat jarang terjadi, tidak semua peristiwa tak terduga relevan dengan studi peristiwa yang terkait dengan pasar modal. Namun studi peristiwa tak terduga relevan untuk menguji hipotesis efisien secara informasi dan efisien secara keputusan. Mansur menguji kedua hipotesis dengan membedakan sampel menjadi dua kluster, yakni kluster perusahaan menggunakan energi nuklir dan kluster yang menggunakan energi non nuklir. Ia menemukan bahwa investor bereaksi secara cepat (efisiensi informasi) dan tepat (efisiensi keputusan). Eduardus Tandelilin (2010: 568-569)

2.1.8.4 Studi Peristiwa Berurutan

Studi peristiwa berurutan juga merupakan varian dari studi peristiwa kluster. Studi ini mempelajari respons pasar terhadap serangkaian peristiwa-peristiwa yang terjadi secara berurutan dalam situasi ketidakpastian yang tinggi. Dalam hal ini kecepatan dan ketepatan informasi menjadi kunci dari respons pasar.

Contoh studi tipe ini adalah studi yang dilakukan oleh Mansur, Cochran, dan Philips (1991) yang meneliti kecelakaan kapal tanker Exxon Valdes yang berdampak pada ditutupnya lalu lintas kapal minyak di perairan Alaska. Persoalan peristiwa berurutan terjadi karena pasar belum memperoleh informasi tingkat kebocoran kapal dan dampak tumpahan minyak yang menghalangi kapal-kapal tanker lainnya. Eduardus Tandelilin (2010: 569)

Dari berbagai jenis studi peristiwa di atas yang dikemukakan Eduardus Tandelilin (2010: 566), maka hal yang berkaitan dengan pengumuman dividen jenis studi peristiwa yang dipakai adalah jenis studi peristiwa konvensional.

2.1.9 Tujuan Studi Peristiwa

Studi peristiwa berusaha mendeteksi respons pasar terhadap suatu peristiwa yang dipublikasikan. Respons pasar tergantung dari kandungan

informasi yang melekat dalam suatu peristiwa yang diduga berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang. Secara lebih spesifik tujuan studi peristiwa mencakup pengujian teori, pengujian respons pasar, dan pengujian return tidak normal. Eduardus Tandelilin (2010: 570)

2.1.9.1 Pengujian Teoritis

Studi peristiwa pada dasarnya merupakan metodologi untuk pengujian teori atau hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Peneliti harus melakukan interpretasi hasil analisis secara hati-hati, terutama bila hipotesis tersebut tidak terbukti dalam suatu pembuktian secara empiris.

Selain teori (hipotesis) pasar efisien, peristiwa-peristiwa tertentu seringkali terkait dengan landasan teori relevan lainnya, misalnya sebagai berikut. Eduardus Tandelilin (2010: 570)

- a. Studi peristiwa tentang pengumuman dividen seringkali dikaitkan dengan teori *signaling*. Peningkatan dividen mengandung informasi sinyal atau berita baik (*good news*), dan penurunan dividen mengandung informasi sinyal atau berita buruk (*bad news*).
- b. Studi peristiwa tentang pengumuman pemecahan saham (*stock split*) dapat dikaitkan dengan teori *signaling* dan teori likuiditas (Copeland, 1977). Teori *signaling* berargumen bahwa pemecahan saham menunjukkan sinyal optimisme manajemen akan mampu meningkatkan kembali harga saham di masa datang.

2.1.9.2 Pengujian Reaksi Pasar

Terkait dengan aspek pengujian teoritis, reaksi pasar terhadap suatu peristiwa mungkin tidak sejalan dengan teori. Oleh karena itu tujuan penelitian tidak sekedar mencari ada atau tidak ada return tak normal di seputar peristiwa melainkan apakah pasar bereaksi dengan cepat dan benar. Pengujian reaksi pasar terkait dengan hipotesis efisiensi informasi (kecepatan reaksi pasar) dan hipotesis efisiensi keputusan (ketepatan reaksi pasar).

Efisiensi informasi (kecepatan respons pasar) relevan dengan pengujian teori atau hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat, sedangkan efisiensi keputusan (ketepatan respons pasar) relevan dengan pengujian teori yang

terkait dengan studi peristiwa seperti telah disinggung pada tujuan pengujian teoretis. Eduardus Tandelilin (2010: 571)

2.1.9.3 Pengujian Return Tak Normal

Secara empiris bentuk pengujian yang umum digunakan dalam studi peristiwa adalah bertujuan untuk menguji ada atau tidak ada return tak normal di seputar pengumuman peristiwa. Return tak normal (RTNi) adalah selisih (positif atau negatif) dari return aktual di seputar pengumuman (R_i) dengan return harapan $E(R_i)$, atau dapat dituliskan dalam rumus sebagai berikut:

$$RTN_i = R_i - E(R_i)$$

Bila tidak terdapat peristiwa, return aktual cenderung tidak berbeda dengan return harapan. Eduardus Tandelilin (2010: 572)

2.2 Metode Studi Peristiwa

2.2.1 Prosedur Studi Peristiwa

Menurut Eduardus Tandelilin (2010: 572-578), mengemukakan metodologi penelitian studi peristiwa konvensional mengikuti prosedur sebagai berikut, yaitu:

- a.) Mengidentifikasi bentuk, efek, dan waktu peristiwa (i) peristiwa apa yang memiliki nilai informasi; (ii) apakah nilai informasi peristiwa memiliki efek negatif atau positif terhadap return tak normal perusahaan tertentu; dan (ii) bilamana peristiwa terjadi atau dipublikasi.
- b.) Menentukan rentang waktu studi peristiwa:
 Periode estimasi (T_{-n-e} hingga T_{-n}) adalah periode yang digunakan untuk meramalkan return harapan pada periode peristiwa. Periode peristiwa (T_{-n} hingga T_{+n}) adalah periode di seputar peristiwa (T_0) yang digunakan untuk menguji perubahan return tak normal.



- c.) Menentukan metoda penyesuaian *return* yang digunakan untuk menghitung return tak normal.
 - ❖ Terdapat tiga metode yang secara luas digunakan dalam penelitian studi peristiwa:

- Model-model statistika, yaitu: model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*) dan model pasar (*market model*).
 - Model disesuaikan dengan pasar (*market adjusted model*).
 - Model-model ekonomika, yaitu: *capital asset pricing model* (CAPM) dan *arbitrage pricing theory* (APT).
- d.) Menghitung return tak normal di sekitar perioda peristiwa (beberapa waktu sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa terjadi).

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

Dalam hal ini:

RTN_{it} = return tak normal saham i pada perioda t

R_{it} = return aktual saham i pada perioda t

$E(R_{it})$ = return harapan atau return prediksi

- ❖ Return harapan dapat diestimasi dengan:
 - Model statistika:
 - Model disesuaikan rata-rata
 - Model ini memprediksi $E(R_{it})$ berdasarkan rata-rata return selama periode estimasi:

$$E(R_{it}) = \mu_i + e_{it}$$
 - Model tersebut dapat diprediksi dengan dengan cara sebagai berikut (rata-rata aritmatik):

$$E(R_{it}) = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-n-e} R_{it}}{T}$$
 - Model pasar.
 - Model ini memprediksi $E(R_{it})$ berdasarkan hasil estimasi model pasar selama perioda estimasi dengan cara:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i RM_t + \epsilon_{it}$$
 - Model disesuaikan pasar
 - Model ini memprediksi $E(R_{it})$ berdasarkan return indeks pasar pada hari pengumuman peristiwa.
 - Model-model ekonomika:
 - Capital asset pricing model:

$$E(R_{it}) = RF_t + (RM_t - RF_t) \beta_i RM_t$$
 - Arbitrage pricing model:

$$E(R_{it}) = d_0 + d_{i1}F_{1t} + d_{i2}F_{2t} + \dots + d_{in}F_{nt} + e_{it}$$

- e.) Menghitung rata-rata *return* tak normal dan return tak normal kumulatif dalam perioda peristiwa.

1. Return tak normal rata-rata aritmatik:

$$\overline{RTN}_t = \frac{\sum_{i=1}^n RTN_{it}}{k}$$

\overline{RTN}_t = return tak normal rata-rata pada waktu ke t.

k = jumlah sekuritas

2. Return tak normal kumulatif (cumulative abnormal return):

$$RTNK_i = \sum_{t=-n}^{t=+n} RTN_{it}$$

f.) Merumuskan hipotesis statistis

Untuk rata-rata return tak normal:

$$Ho: \overline{RTN} = 0$$

$$Ha: \overline{RTN} \neq 0$$

Untuk rata-rata return tak normal kumulatif:

$$Ho: \overline{RTNK} = 0$$

$$Ha: \overline{RTNK} \neq 0$$

g.) Menguji apakah return tak normal rata-rata atau return tak normal kumulatif berbeda dari 0.

Pengujian dapat dilakukan dengan uji parametrik atau non-parametrik.

$$RTN_{t_i} = \frac{\overline{RTN}}{KSE(\overline{RTN})}$$

Untuk pengujian hipotesis, nilai t hitung dapat diperoleh:

$$t \text{ hitung} = \frac{\sum \overline{RTN}}{\sqrt{k}} S$$

h.) Interpretasi dan kesimpulan.

Kesimpulan hasil studi didasarkan pada probabilitas signifikansi kurang dari probabilitas yang disyaratkan (misalnya 0,01, 0,05, atau 0,10)

2.2.2 Abnormal Return

Studi peristiwa menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya terjadi dengan *return ekspektasi*.

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang relative terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *return ekspektasi* merupakan *return* yang harus diestimasi. Brown & Warner (1985), “Mengestimasi *return ekspektasi* menggunakan *model mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*.” (Hartono, 2005).

2.3 Penelitian Terdahulu

Amsari (1993), melakukan pengujian terhadap 47 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen periode 1990-1992. “Hasil yang didapatkan adalah *abnormal return* pada periode jendela secara statistik tidak berbeda dengan nol, artinya bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor”.

Dengan menggunakan model ekspektasi, Gonnedes (1978) membentuk 12 portofolio yang didasarkan pada kombinasi kesalahan peramalan standarisasi (*standardized forecast errors*) rendah dan tinggi dari perubahan laba, perubahan dividen kas (*cash dividend*), dan item-item luar biasa (*extraordinary items*) dari 285 perusahaan selama periode 1964 -1972. Gonnedes menemukan bahwa dividen tidak mengandung informasi.

Brooks (1996) meneliti pengumuman dividen tahun 1988 serta menguji perubahan asimetri informasi, *relative spread* dan volume perdagangan untuk melihat perubahan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Hasil menunjukkan asimetri informasi yang terjadi tidak mengalami perubahan yang signifikan begitu juga *relative spread* dan volume perdagangan. Jadi pengumuman dividen tidak mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Aharony & Swary (1980) menggunakan model ekspektasi dividen sederhana (*naïve model*) dan model ekspektasi Lintner yang sudah dikembangkan. Sampel yang diambil adalah dividen kuartalan yang meliputi 149 perusahaan industri yang tercatat di NYSE periode 1963-1976. Dengan menggunakan indeks pasar S & P, mereka menghitung *abnormal return* selama 10 hari disekitar tanggal pengumuman dividen, hasilnya adalah pasar bereaksi dalam interval waktu 2 hari saja, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari pada waktu pengumuman dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi.

Sujoko (1999) menguji terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 1994-1996 dengan menggunakan model *market adjusted*, *mean adjusted* dan *market model* untuk menghitung *abnormal return*. Hasil menunjukkan selama tiga hari sebelum pengumuman, hari pengumuman, dan sehari setelah pengumuman dividen meningkat terdapat reaksi pasar yang positif signifikan, artinya bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Suparmono (2000) Menguji pengumuman dividen selama periode 1991-1998 dengan sampel 182 perusahaan yang mengumumkan pengumuman dividen meningkat dan 158 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen menurun. Hasil menunjukkan bahwa ada reaksi pasar yang signifikan pada t-5 dan t-0 untuk dividen meningkat dan pada t-0 untuk dividen menurun, artinya harga saham bereaksi positif terhadap kenaikan dividend dan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen.

Doddy & Hartono (2003) melakukan pengujian terhadap pengumuman dividen meningkat periode 1992-1996 dengan menggunakan sampel 132 perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat pada saat pengumuman, artinya pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Untuk lebih jelasnya hasil-hasil penelitian terdahulu dapat diringkas seperti pada tabel 2.1.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Tahun	Peneliti	Pengujian	Hasil
1	1972	Petit	Meneliti sampel yang terdiri dari 625 perusahaan selama periode Januari 1964 – Juni 1968.	Ada reaksi pasar yang signifikan terutama pada bulan pengumuman dividen artinya pengumuman mempunyai kandungan informasi yang substansial bagi investor.

2	1978	Gonedes	Melakukan pengujian terhadap dividen, laba dan <i>extraordinary item</i> yang berasal dari 258 perusahaan periode april 1952 - maret 1972	Menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.
3	1980	Aharony & Swary	Meneliti sampel yang terdiri dari 149 perusahaan selama periode 1 januari 1963 - 31 desember 1976 yang terdaftar di NYSE.	Ada reaksi pasar yang signifikan pada sehari sebelum dan hari pengumuman dividen, baik untuk perubahan dividen meningkat maupun menurun, artinya bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.
4	1993	Amsari	Melakukan pengujian terhadap 47 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen periode 1990-1992	<i>Abnormal return</i> pada periode jendela secara statistik tidak berbeda dengan nol, artinya bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi

				investor.
5	1983, 1992, 1999	Brickley, Howe et al, Gombola & Liu	Melakukan pengujian terhadap kandungan informasi <i>specially disignated dividend</i> yang diumumkan di NYSE dan AMEX periode 1969-1979 dan terdapat 165 pengumuman.	Ada reaksi pasar yang positif signifikan sehingga menunjukkan <i>specially disignated dividend</i> mengandung informasi yang berguna bagi investor.
6	1996	Brooks	Meneliti pengumuman dividen tahun 1988 serta menguji perubahan asimetris informasi, relatif spread dan volume perdagangan untuk melihat perubahan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman dividen.	Menunjukkan asimetri informasi yang terjadi tidak mengalami perubahan yang signifikan begitu juga <i>relative spread</i> dan volume perdagangan, jadi pengumuman dividen tidak mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.
7	1999	Sujoko	Menguji terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 1994-1996 dengan menggunakan <i>model market adjusted, mean</i>	Menunjukkan selama tiga hari sebelum pengumuman dividen, hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman dividen

			<i>adjusted</i> dan <i>market model</i> untuk menghitung <i>abnormal return</i> .	meningkat terdapat reaksi pasar yang positif signifikan artinya bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.
8	2000	Suparmono	Menguji pengumuman dividen selama periode 1991-1998 dengan sampel 182 perusahaan yang mengumumkan pengumuman dividen meningkat & 158 perusahaan yang mengumumkan pembayaran pengumuman dividen.	Menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan pada t-5 dan t-0 untuk dividen meningkat dan pada t-0 untuk dividen menurun. Artinya harga saham bereaksi positif terhadap kenaikan dividen dan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen.
9	2003	Setiawan & Hartono	Pengujian terhadap pengumuman dividen meningkat periode 1992-1996 dengan sampel 132 perusahaan.	Menunjukkan pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat pada saat pengumuman. Jadi pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna

				bagi investor.
--	--	--	--	----------------

2.4 Kerangka Pemikiran

Untuk menguji pengaruh dividen tunai terhadap reaksi pasar dan menganalisis kandungan informasi dari suatu pengumuman, maka peneliti menggunakan *event study*.

Penelitian ini dilakukan atas dasar ketidak konsistenan hasil penelitian-penelitian terdahulu mengenai kandungan informasi pada pengumuman dividen baik yang dilakukan oleh peneliti di luar negeri maupun peneliti di Indonesia.

Apabila pengumuman dividen tunai mengandung informasi, pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila *abnormal return* digunakan, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. (Hartono, 2005).

Penelitian ini akan melihat *abnormal return* yang terjadi selama periode pengamatan 21 hari dengan menggunakan alat statistik untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang terjadi dan perbedaan rata - rata *abnormal return* yang terjadi sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa dengan tingkat signifikansi 5%. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi maka diharapkan pasar

akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima pasar. Reaksi pasar akan tercermin dari adanya perubahan harga saham perusahaan yang tercatat di BEI. Reaksi ini akan diukur dengan menggunakan *return* sebagai perubahan harga saham dan *abnormal return* sebagai tolak ukurnya. Berdasarkan hal tersebut maka suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan keuntungan di atas normal terhadap harga saham.

Berdasarkan uraian tersebut, maka kerangka penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran Teoritis

2.5 Hipotesis

Berdasarkan uraian permasalahan dan kerangka pemikiran, maka hipotesis dalam penelitian dapat dirumuskan. Menurut Suharsimi Arikunto (1996: 76) bahwa:

“Hipotesis hanya dibuat jika permasalahan menunjukkan hubungan antara dua variabel atau lebih. Jawaban untuk satu variabel yang sifatnya deskriptif, tidak perlu dihipotesiskan. Sehingga, mungkin sekali di dalam sebuah penelitian, banyaknya hipotesis tidak sama dengan banyaknya problematika dan tujuan penelitian”.

Adapun hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- H1: Adanya perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai naik dan turun.
- H2: Adanya perbedaan reaksi antara perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tunai naik dan perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tunai turun.

