

II. LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) pada dasarnya merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri. Instrumen-instrumen keuangan yang diperjualbelikan di pasar modal seperti saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertibel, dan berbagai produk turunan (*derivatif*) seperti opsi (*put atau call*). Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, menyebutkan pengertian pasar modal dijelaskan dengan lebih spesifik sebagai 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. Bursa Efek seperti yang dimaksud dalam undang-undang No. 15 tahun 1952, menurut undang-undang tersebut, bursa adalah gedung atau ruangan yang ditetapkan sebagai kantor dan tempat kegiatan perdagangan efek, sedangkan surat berharga yang dikategorikan efek adalah saham, obligasi serta surat bukti lainnya yang lazim dikenal sebagai efek.

Sekuritas yang umumnya di perdagangkan di pasar modal adalah saham, obligasi, reksadana dan instrumen *derivatif*. Tandelilin (2001) mendefinisikan saham, obligasi, reksadana, dan instrumen *derivatif* adalah sebagai berikut:

- a. Saham merupakan surat bukti kepemilikan *asset-asset* perusahaan yang menerbitkan saham, dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.
- b. Obligasi adalah sekuritas yang memberikan pendapatan dalam jumlah tetap kepada pemiliknya, dan pada saat membeli obligasi, investor dapat mengetahui berapa pembayaran bunga yang akan diperolehnya secara periodik dan berapa jumlah pembayaran kembali nilai par (*par value*) saat jatuh tempo.
- c. Reksadana (*mutual fund*) merupakan sertifikat yang menunjukkan bahwa pemiliknya menitipkan sejumlah dana kepada perusahaan reksadana, untuk digunakan sebagai modal berinvestasi baik di pasar modal maupun pasar uang.
- d. Instrumen *derivatif* (*Opsi* dan *Futures*) merupakan sekuritas yang nilainya merupakan turunan dari suatu sekuritas lain. Nilai instrumen *derivatif* sangat tergantung dari harga sekuritas lain yang ditetapkan sebagai patokan. Ada beberapa jenis instrumen *derivatif* diantaranya adalah waran, bukti *right* (*right issue*), *opsi* dan *futures*.

2.1.2 Peranan Pasar Modal

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam kegiatan ekonomi makro. Pasar modal dapat berperan sebagai alat untuk mengalokasikan sumber daya ekonomi

secara optimal. Perusahaan yang memerlukan dana memandang pasar modal sebagai suatu alat untuk memperoleh dana yang lebih menguntungkan jika dibandingkan dengan modal yang diperoleh dari sektor perbankan. Modal yang diperoleh dari pasar modal selain mudah cara memperolehnya, biaya untuk memperoleh modal tersebut juga relatif lebih murah, dan Menurut Sunariyah (2003), peranan pasar modal pada suatu negara adalah sebagai berikut:

1. Pasar modal adalah fasilitas dalam melakukan interaksi antara pembeli dan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjualbelikan.
2. Pasar modal memberikan kesempatan kepada investor untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan. Keadaan tersebut akan mendorong perusahaan (emiten) untuk memenuhi kegiatan para investor. Pasar modal menciptakan peluang bagi perusahaan untuk memuaskan keinginan para pemegang saham melalui kebijakan dividen dan stabilitas harga sekuritas yang relatif normal.
3. Pasar modal memberi kesempatan kepada investor untuk menjual kembali saham miliknya atau surat berharga lainnya, dan dengan beroperasinya pasar modal, para investor dapat melikuidasi surat berharga yang dimilikinya tersebut setiap saat.
4. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga. Bagi para investor, keputusan investasi harus didasarkan pada tersedianya informasi yang akurat dan dapat dipercaya. Pasar modal dapat menyediakan kebutuhan terhadap informasi bagi para investor secara lengkap, yang apabila hal tersebut dicari sendiri maka akan memerlukan biaya yang sangat mahal.

5. Pasar modal menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian masyarakat umum mempunyai kesempatan untuk mempertimbangkan alternatif cara penggunaan uang mereka.

2.1.3 Jenis-jenis Risiko dalam Investasi Saham di Pasar Modal

Systematic Risk

Systematic risk disebut risiko pasar karena berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan, risiko ini terjadi karena kejadian diluar kegiatan perusahaan, seperti:

Risiko Inflasi

Inflasi akan mnegurangi daya beli uang sehingga tingkat pengembalian setelah disesuaikan dengan inflasi dapat menurunkan hasil dari investasi tersebut.

Risiko nilai tukar mata uang (kurs)

Perubahan nilai investasi yang disebabkan oleh nilai tukar mata uang asing menjadi risiko dalam investasi di pasar modal.

Risiko tingkat suku bunga

Jika suku bunga naik maka *return* investasi yang terkait dengan suku bunga, seperti SBI juga akan mengalami kenaikan.

Unsystematic risk

Unsystematic risk merupakan risiko spesifik perusahaan karena tergantung dari kondisi mikro perusahaan. Contoh *unsystematic risk* adalah risiko industri, *operating leverage risk* dan lain-lain. Risiko ini dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi investasi pada banyak sekuritas dengan pembentukan portofolio, *unsystematic risk* disebut juga *diversible risk*.

2.2 *Corporate Action*

Corporate action dalam buku Pasar Modal di Indonesia yang ditulis oleh Darmadji dan Fakhruddin (2001) adalah aktivitas emiten yang berpengaruh terhadap jumlah saham yang beredar maupun berpengaruh terhadap harga saham dipasar. Keputusan *corporate action* harus disetujui dalam rapat umum, baik RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) ataupun RUPSLB (Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa). Persetujuan pemegang saham adalah mutlak untuk berlakunya *corporate action* sesuai dengan peraturan yang ada di pasar modal.

Keputusan untuk melakukan *corporate action* dilakukan emiten dalam rangka memenuhi tujuan-tujuan tertentu, misalnya bertujuan untuk meningkatkan modal perusahaan, meningkatkan likuiditas perdagangan saham maupun tujuan-tujuan perusahaan lainnya.

Corporate action umumnya mengacu kepada *right issue*, *stock split*, saham bonus dan pembagian dividen baik dalam bentuk dividen saham (*stock dividend*) maupun dividen tunai (*cash dividend*). Terdapat jenis *corporate action* lainnya antara lain *Initial Public Offering* (IPO) dan *Additional Listing* seperti *private placement*, konversi saham baik dari *warrant*, *right* ataupun obligasi.

Perbedaannya dengan kelompok *corporate action* sebelumnya (*right issue*, *stock split* dan saham bonus) adalah para kelompok *corporate action* kedua *Initial Public Offering* (IPO) dan *Additional Listing* seperti *private placement*, konversi saham baik dari *warrant*, *right* ataupun obligasi tidak berpengaruh terhadap harga yang terjadi di pasar kecuali berupa pencatatan penambahan saham baru.

2.3 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Signalling theory secara konsisten berhubungan dengan masalah pengungkapan, dimana apabila perusahaan mengungkapkan *bad news* maka pasar akan memberikan reaksi yang negatif dan hal ini konsisten dengan hipotesis pasar efisien (Wolk et al, 2001). *Signalling theory* mengatakan bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains* (Lukas, 1999). Menurut teori sinyal, terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor. Manajer mengetahui prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor tidak (Setiawan dan Jogiyanto, 2002).

Perubahan besarnya dividen juga merupakan sinyal bagi investor. Dividen yang semakin besar mengakibatkan investor mempunyai pengharapan positif terhadap manajemen, yaitu meningkatnya laba perusahaan. Perubahan dividen yang semakin besar akan menyebabkan investor tertarik untuk membeli saham perusahaan, sehingga harga saham akan meningkat. Sebaliknya, bila dividen menjadi semakin kecil, maka investor mempunyai pengharapan yang negatif terhadap perusahaan sehingga harga saham akan mengalami penurunan (Sharpe et al, 1999). Pengumuman dividen mengandung informasi mengenai laba saat ini dan masa depan. Apabila pengumuman dividen tersebut merupakan kabar baik yaitu: pengumuman dividen meningkat (naik), maka investor akan bereaksi

positif, sehingga dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor (Setiawan dan Jogiyanto, 2002).

2.4 Event Study

Event study merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2003). Jika pengumuman mengandung informasi, maka pasar diharapkan 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*. Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas disebut dengan *event study* (Tandelilin, 2001). Penelitian *event study* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham. Penelitian Peterson (1989), menyatakan bahwa *event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari peristiwa tertentu. *Event study* bertujuan untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan return dari surat berharga tersebut.

Peristiwa yang dimaksud dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman pembagian dividen yang dilakukan perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam kategori LQ45 tahun 2013.

2.5 Indeks LQ45

Menurut Sundjaja (2003) Indeks ini terdiri dari 45 saham dengan likuiditas (*Liquid*) tinggi, yang diseleksi melalui beberapa kriteria pemilihan. Selain penilaian atas likuiditas, seleksi atas saham-saham tersebut mempertimbangkan kapitalisasi pasar. Indeks LQ45 banyak dijadikan acuan bagi investor dalam penilaian saham-saham di Indonesia. Indeks ini termasuk indeks utama dari beberapa indeks saham di BEI.

Saham-saham yang termasuk didalam LQ45 terus dipantau dan setiap enam bulan akan diadakan *review* (awal Februari dan Agustus). Apabila ada saham yang sudah tidak masuk kriteria maka akan diganti dengan saham lain yang memenuhi syarat. Pemilihan saham-saham LQ45 harus wajar, oleh karena itu BEJ mempunyai komite penasehat yang terdiri dari para ahli di BAPEPAM, Universitas, dan Profesional di bidang pasar modal.

2.5.1 Kriteria Penilaian Saham Untuk Indeks LQ45

Suatu saham harus memenuhi kriteria-kriteria berikut ini untuk dapat masuk dalam pemilihan, kriteria-kriteria tersebut adalah:

1. Masuk dalam urutan 60 terbesar dari total transaksi saham di Pasar Reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Urutan berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata nilai kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
3. Telah tercatat di BEI paling sedikit selama 3 bulan.
4. Kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan baik, serta frekuensi dan jumlah hari transaksi di Pasar Reguler konsisten.

2.5.2 Evaluasi Indeks dan Penggantian Saham

Bursa Efek Indonesia secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam penghitungan Indeks LQ45. Setiap tiga bulan *review* pergerakan ranking saham akan digunakan dalam kalkulasi Indeks LQ45.

Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria seleksi Indeks LQ45, maka saham tersebut akan dikeluarkan dari penghitungan Indeks dan diganti dengan saham lain yang memenuhi kriteria.

2.5.3 Hari Dasar Indeks LQ45

Indeks LQ45 pertama kali diluncurkan pada tanggal 24 Februari 1997. Hari dasar untuk penghitungannya adalah 13 Juli 1994 dengan nilai dasar 100. Untuk seleksi awal digunakan data pasar dari Juli 1993 sampai Juni 1994, hingga terpilih 45 emiten yang meliputi 72% dari total kapitalisasi pasar dan 72,5% dari total nilai transaksi di pasar reguler.

2.6 Kebijakan Dividen

2.6.1 Pengertian Dividen

Dividen menurut Warsono (2003), merupakan bagian dari laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa (*earning available for common stockholders*) yang dibagikan kepada para pemegang saham biasa dalam bentuk tunai. Dividen menurut Halim (2005), adalah pembagian keuntungan yang diberikan emiten kepada pemegang sahamnya. Dividen menurut Hanafi (2004) merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Sementara itu menurut Jogiyanto (2003), dividen merupakan hak pemegang

saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama.

Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen.

Dividen adalah pembagian keuntungan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki mengacu pada kesimpulan diatas.

Apabila perusahaan penerbit mampu menghasilkan laba yang besar, maka terdapat kemungkinan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham akan besar juga. Tidak ada yang membatasi penentuan besarnya dana yang dialokasikan untuk pembayaran dividen, namun hal ini tergantung pada keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang menentukan apakah laba yang besar tersebut akan dialokasikan untuk pembayaran dividen atau sebagai saldo laba.

2.6.2 Jenis-Jenis Dividen

Pembagian dividen umumnya didasarkan atas akumulasi laba yaitu saldo laba, atau atas beberapa pos modal seperti tambahan modal disetor. Harapan umum dari setiap pemegang saham yang menerima dividen adalah bahwa perusahaan telah beroperasi secara optimal dan ia akan menerima bagian dari laba tersebut. Dividen memiliki beberapa jenis, antara lain:

Dividen Tunai

Dewan direksi melakukan pemungutan suara untuk mengumumkan dividen tunai (*cash dividend*), dan jika hasilnya disetujui maka dividen segera diumumkan. Sebelum dividen dibayarkan daftar pemegang saham terakhir harus disiapkan.

Pengumuman dividen tunai merupakan kewajiban karena pembayaran dilakukan dengan segera, maka biasanya disebut sebagai kewajiban lancar. Waktu rapat pemegang saham perusahaan memutuskan bahwa sejumlah tertentu dari laba perusahaan akan dibagi dalam bentuk *cash dividend* (M. Munandar, 1983).

Dividen Properti

Hutang dividen dalam bentuk aktiva perusahaan selain kas disebut sebagai dividen properti atau *dividend in kind*. Dividen properti dapat berupa barang dagang, *real estate*, investasi, atau bentuk lainnya yang dirancang oleh dewan direksi. Sulitnya melakukan pembagian atas unit dan pengiriman kepada pemegang saham, maka dividen properti biasanya dibayar dalam bentuk saham perusahaan lain yang ditahan perusahaan pembayar dividen sebagai investasi adalah dividen yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk barang-barang (tidak berupa uang tunai ataupun (modal) saham perusahaan). Contoh dividen barang adalah dividen berupa persediaan atau saham yang merupakan investasi perusahaan pada perusahaan lain. Pembagian dividen berupa barang sudah barang tentu lebih sulit dibanding pembagian dividen uang. Perusahaan melakukannya karena uang tunai perusahaan tertanam dalam investasi saham perusahaan lain atau persediaan dan penjualan investasi atau persediaan terutama bila jumlah cukup banyak akan menyebabkan harga jual investasi ataupun persediaan turun sehingga merugikan perusahaan dan pemegang saham sendiri (Arief Suaidi, 1994). Dividen properti pada saat diumumkan, perusahaan harus menetapkan kembali nilai wajar properti yang dibagikan, dengan mengakui setiap keuntungan dan kerugian sebagai perbedaan antara nilai wajar dan nilai buku properti pada tanggal pengumuman. Dividen yang diumumkan kemudian

dicatat sebagai debet ke laba ditahan atau dividen properti yang diumumkan dan kredit hutang dividen properti pada jumlah yang sama dengan jumlah wajar properti yang dibagikan. Pembagian dividen ini dilakukan dengan mendebet hutang dividen properti, dan akun yang berisi aktiva dibagikan (ditetapkan kembali pada nilai wajarnya) di kredit.

Dividen Skrip

Dividen skrip (*script dividend*) adalah suatu surat tanda kesediaan membayar sejumlah uang tertentu yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Surat ini berbunga sampai dengan dibayarkan uang tersebut kepada yang berhak. *Script dividend* seperti ini biasa dibuat apabila pada waktu para pemegang saham mengambil keputusan tentang pembagian laba dimana perusahaan belum (tidak) mempunyai persediaan uang *cash* yang cukup untuk membayar *dividend cash* (Arief Suaidi, 1994).

Dividen Likuidasi

Dividen yang tidak didasarkan pada laba ditahan kadang-kadang disebut sebagai dividen likuidasi (*liquidation dividend*), yang mengisyaratkan bahwa dividen ini merupakan pengembalian dari investasi pemegang saham dan bukan dari laba. Setiap dividen yang tidak didasarkan pada laba merupakan pengurang modal disetor perusahaan dan merupakan dividen likuidasi.

Manajemen secara sederhana dapat memutuskan untuk menghentikan bisnis dan mengumumkan dividen likuidasi. Likuidasi dapat dilakukan selama beberapa tahun untuk menjamin penjualan aktiva secara wajar dan biasa.

Setiap pembayaran dividen likuidasi dalam kasus seperti ini akan mengurangi modal disetor.

Dividen Saham

Dividen saham adalah dividen yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham-saham yang dikeluarkan oleh perusahaan itu sendiri (M. Munandar, 1983). Saham yang dibagikan di Indonesia sebagai dividen tersebut disebut saham bonus, dengan demikian para pemegang saham mempunyai jumlah lembar saham yang lebih banyak setelah menerima *Stock Dividend*. Dividen saham dapat berupa saham yang jenis sama maupun yang jenis berbeda.

2.6.3 Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Beberapa ahli memberikan definisi tentang kebijakan dividen sebagai berikut :

Kebijakan dividen menurut Harjito (2005), adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Kebijakan dividen menurut Sartono (2004), adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Kebijakan dividen menurut Tampubolon (2005), adalah keputusan keuangan yaitu dengan mempertimbangkan apakah pembayaran dividen akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau sebagai saldo laba untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Berdasarkan keterangan tersebut, proksi yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen dalam penelitian ini dipresentasikan dalam bentuk rasio. Jenis rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Dividend Payout Ratio adalah rasio yang membandingkan antara dividen yang dibagikan dengan laba bersih yang didapatkan dan biasanya disajikan dalam bentuk presentase. Semakin tinggi *Dividend Payout Ratio* akan menguntungkan para investor, tetapi bagi pihak perusahaan hal tersebut akan memperlemah *Internal Financial* karena memperkecil laba ditahan. Sebaliknya jika *Dividend Payout Ratio* semakin kecil akan merugikan investor (para pemegang saham), tetapi *Internal Financing* perusahaan akan semakin kuat.

Dividend Payout Ratio dapat diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung untuk membayar *Dividend Payout Ratio* lebih kecil supaya tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun.

2.6.4 Teori Kebijakan Dividen

Menurut referensi investor (Brigham dan Houston, 2006) terdapat empat teori dividen, yaitu:

Dividend Relevance Theory

Teori relevansi dividen yang dikemukakan oleh Myron J. Gordon dan John Litner (Sundjaja dan Barlian, 2003). Dasar pemikirannya adalah bahwa investor umumnya menghindari risiko, dan dividen yang diterima sekarang mempunyai risiko yang lebih kecil daripada dividen yang diterima dimasa yang akan datang. Pembayaran dividen sekarang dipercaya dapat mengurangi ketidakpastian investor. Sebaliknya jika dividen dikurangi atau tidak dibayarkan, tingkat ketidakpastian investor, akan meningkat dan menyebabkan peningkatan pengembalian yang diinginkan serta mengurangi nilai saham. Tindakan manajer keuangan dan pemegang saham cenderung menunjang kepercayaan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai saham, karenanya sesuai dengan teori relevansi dividen, maka setiap perusahaan harus mengembangkan kebijakan dividen untuk memenuhi sasaran dari pemilik dan memaksimalkan kekayaan yang dicerminkan dengan harga saham perusahaan.

Dividend Irrelevance Theory

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividend Payout Ratio*, tetapi oleh kemampuan dasarnya menghasilkan laba dan risiko bisnisnya, jadi menurut teori ini dividen adalah tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan

meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kenaikan nilai perusahaan dalam teori ini dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari *asset* perusahaan.

Bird in the Hand Theory

Myron Gordon dan J. Litner (1961), mengemukakan bahwa para pemegang saham lebih suka apabila *earning* dibagikan dalam bentuk dividen daripada laba ditahan (*retained earning*). Mereka berpendapat bahawa dividen yang sudah ditangan (*in the hand*) lebih kecil risikonya dibanding dengan kemungkinan kenaikan nilai modal yang lebih jelas (*in the bush*), sehingga investor memerlukan total tingkat pengembalian (laba) yang lebih besar apabila laba tersebut sebagian besar terdiri dari kenaikan nilai modal dan hanya sebagian kecil yang terdiri dari dividen.

Tax Differential Theory

Teori ini menyatakan bahwa apabila dividen dikenai pajak dengan jumlah yang lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka para investor menginginkan agar dividen tersebut dibagikan dalam jumlah kecil dengan maksud untuk meminimumkan nilai perusahaan.

2.7 Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Brigham dan Houston, 2006), antara lain:

2.7.1 Pajak

Investor sebagai pembayar pajak memiliki tujuan untuk memaksimalkan *after tax return on investment* relatif terhadap risikonya dengan cara menunda pembayaran

pajak. Pajak atas pendapatan dividen dibayarkan ketika dividen diterima, sementara itu pembayaran pajak atas *capital gain* ditunda hingga saham dijual, dengan demikian, *effective tax rate* atas pendapatan dari dividen lebih besar dibandingkan dengan pajak atas *capital gain*. Hal ini menyebabkan investor lebih menyukai *retained earnings* digunakan untuk investasi dan menghasilkan NPV yang positif.

2.7.2 Floatation Costs

Perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan *retained earnings*. Manajemen cenderung memanfaatkan *retained earnings* karena penjualan saham baru menimbulkan *floatation cost*.

2.7.3 Restriksi Legal

Restriksi legal (hukum) tertentu membatasi jumlah dividen yang dapat dibayarkan oleh perusahaan. Restriksi legal dapat berupa perjanjian hutang dan pembatasan saham preferen.

2.7.4 Likuiditas Perusahaan

Dividen biasanya dibayarkan dalam bentuk tunai, perusahaan harus memiliki kas yang cukup untuk dibayarkan sebagai dividen, dengan demikian, posisi likuiditas perusahaan memiliki pengaruh langsung terhadap kemampuannya dalam membayar dividen.

2.7.5 Prediksi atas Laba

Jika laba suatu perusahaan berfluktuasi yang signifikan pada laba di suatu periode, manajemen tidak lantas merespon dengan peningkatan dividen untuk mengantisipasi jika pada periode berikutnya perusahaan mengalami penurunan laba.

2.7.6 Resolusi atas Ketidakpastian

Gordon (1961) menjelaskan bahwa *high-dividend policy* juga dapat menguntungkan pemegang saham karena dapat mengatasi ketidakpastian. Investor menilai suatu *asset* dengan mendiskontokan dividen di masa yang akan datang, karena tidak menyukai ketidakpastian, maka harga saham akan relatif rendah bagi perusahaan yang membayarkan dividen yang rendah.

2.8 Return Saham

Saham adalah surat berharga yang menunjukkan kepemilikan perusahaan sehingga pemegang saham memiliki hak klaim atas dividen atau distribusi lain yang dilakukan perusahaan kepada pemegang sahamnya, termasuk hak klaim atas aset perusahaan, dengan prioritas setelah hak klaim pemegang surat berharga lain dipenuhi jika terjadi likuiditas.

Husnan (2002) sekuritas (saham) merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak pemodal (yaitu pihak yang memiliki kertas tersebut) untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya, sedangkan menurut Tandelilin (2001), saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan

saham, jadi, saham adalah surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), dimana saham tersebut menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan tersebut.

Para investor termotivasi untuk melakukan investasi salah satunya adalah dengan membeli saham perusahaan dengan harapan untuk mendapatkan kembalian investasi yang sesuai dengan apa yang telah diinvestasikannya. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Hartono, 2000). Tanpa keuntungan yang diperoleh dari suatu investasi yang dilakukannya, tentunya investor tidak mau melakukan investasi yang tidak ada hasilnya. Setiap investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama yaitu memperoleh keuntungan yang disebut *return*, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Konsep *return* atau pengembalian adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* saham merupakan *income* yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu.

Return saham dapat dibedakan menjadi dua jenis (Jogiyanto, 2003), yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi dapat digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja perusahaan dan dapat digunakan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan

risiko dimasa yang akan datang, sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi dimasa mendatang dan masih bersifat tidak pasti.

2.8.1 *Return Realisasi* (Jogiyanto,2003)

Beberapa pengukuran *return* realisasi yang banyak digunakan adalah *return* total, relatif *return*, kumulatif *return* dan *return* yang disesuaikan.

Return Total

Return total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam periode yang tertentu. *Return* total sering disebut *return* saja. *Return* total terdiri dari *capital gain* dan dividen *yield* sebagai berikut:

$$R_{i, t} = \frac{P_{i, t} - P_{i, t-1} + D_t}{P_{i, t-1}}$$

Keterangan:

$R_{i, t}$ = *Return* untuk sekuritas ke-i pada periode t

$P_{i, t}$ = Harga sekuritas ke-i pada periode t

$P_{i, t-1}$ = Harga sekuritas ke-i pada periode t-1

D_t = Dividen sekuritas pada periode t

Relatif Return

Return total dapat bernilai positif atau negatif. Perhitungan tertentu misalnya rata-rata geometrik yang menggunakan perhitungan pengakaran dibutuhkan suatu *return* yang harus bernilai positif. Relatif *return* dapat digunakan, yaitu dengan menambahkan nilai 1 terhadap nilai *return* total sebagai berikut:

Relatif *Return* = (Total *Return* + 1)

Atau Relatif *Return* = $\frac{P_t + D_t}{P_{t-1}}$

Kumulatif Return

Kumulatif *return* mengukur total dari kemakmuran yang dimiliki. Untuk mengetahuinya Indeks Kemakmuran Kumulatif (IKK) dapat digunakan, dengan formula sebagai berikut:

$$IKK = KK0 (1+R1)(1+R2) \dots (1+Rn)$$

Keterangan:

IKK = Indeks Kemakmuran Kumulatif

KK0 = Kekayaan awal

R_t = *Return* periode ke-t mulai awal periode (t=1) sampai akhir periode (t=n)

Return disesuaikan

Return ini merupakan *return* riil atau *return* yang disesuaikan dengan tingkat inflasi sebagai berikut:

$$R_{IA} = \frac{(1 + R)}{(1 + IF)} - 1$$

Keterangan:

RIA = *Return* disesuaikan dengan tingkat inflasi

R = *Return* nominal

IF = Tingkat inflasi

2.8.2 Return Ekspektasi (Expected Return)

Return ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang, *expected return* dapat dihitung dengan menggunakan *market-adjusted model*, karena *return* pasar sama dengan *expected return*, maka $E(R_i, t) = R_{mt}$ dapat dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997) :

$$E(R_i, t) = \frac{IHSgt - IHSgt-1}{IHSgt-1}$$

Keterangan:

- $E(R_i, t)$ = Total *expected return* untuk sekuritas ke-i pada periode t
 IHSG = Indeks harga pasar pada periode t
 IHSgt-1 = Indeks harga pasar periode t-1

2.8.3 *Abnormal return*

Abnormal return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor), dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi.

2.9 Penelitian Terdahulu

1. Ivan Christian (2004)

Hasil dari penelitian ini adalah investor tidak bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman pembagian dividen tunai baik pada perusahaan yang membagikan dividen naik, tetap maupun turun.

2. Amah dan Nuraina (2012)

Hasil dari penelitian ini adalah tidak terjadi penurunan dan peningkatan yang signifikan terhadap permintaan saham. Investor tidak merespon pengumuman dividen dalam menentukan keputusannya secara individual.

3. Dhani (2010)

Hasil dari penelitian ini, terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman pembagian dividen tunai, yaitu rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman dividen tunai lebih besar dibandingkan sebelum pembagian dividen tunai.

4. Dewa dan Ketut (2014)

Hasil dari penelitian ini adalah tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* dan volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai.