

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Peran Pasar Modal

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Peran pasar modal merupakan pasar dari sejumlah instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan dalam bentuk utang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta. Pasar modal di Indonesia sejak tahun 1977 hingga sekarang telah menunjukkan perkembangan yang mengembirakan, terutama dilihat dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang selalu menunjukkan peningkatan, meskipun saat ini sempat mengalami penurunan akibat faktor ekonomi maupun non ekonomi. Pasar modal mempunyai peranan yang penting dalam kehidupan ekonomi, terutama dalam proses alokasi dana masyarakat. Pasar modal memberikan kepada pihak yang mempunyai surplus dana dalam masyarakat (penabung atau investor) tingkat likuiditas yang lebih tinggi. Keputusan investasi oleh investor (pihak yang memiliki kelebihan dana) ditentukan oleh pengharapan masa yang akan datang mereka atas kesuksesan suatu usaha. Mereka bersedia menanamkan dana jika mereka menganggap prospek suatu investasi menguntungkan. Namun demikian, masa yang akan datang penuh dengan

ketidakpastian. Oleh karena itu, investor memerlukan informasi untuk mengurangi ketidakpastian yang mereka hadapi. Sebelum memutuskan portofolio suatu investasi, mereka menganalisis berbagai macam kejadian dan keadaan masa kini dan masa lalu yang diharapkan dapat digunakan untuk memprediksi kejadian di masa yang akan datang.

Mulai tanggal 1 Desember 2007, Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya berganti nama menjadi Bursa Efek Indonesia. Sebelum bergabung menjadi satu, Bursa Efek (pasar modal) yang terbesar di Indonesia adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang di kenal juga dengan nama *Jakarta Stock Exchange* (JSX). Saham biasa mendominasi volume transaksi di BEJ. Bursa efek terbesar setelah BEJ adalah Bursa Efek Surabaya (BES) atau *Surabaya stock Exchange* (SSX). Sekuritas yang terdaftar di BEJ diperdagangkan juga di BES.

Beberapa sekuritas yang umumnya diperdagangkan di pasar modal antara lain adalah saham, obligasi, reksadana, dan instrument derivatif. Masing-masing sekuritas tersebut memberikan return dan risiko yang berbeda.

a. Saham

Saham (*stocks*) adalah surat tanda bukti kepemilikan bagian modal suatu perseroan terbatas. Dalam transaksi jual beli di bursa, saham atau sering disebut *shares* merupakan instrument yang paling dominan di perdagangkan. Selanjutnya saham dapat dibedakan menjadi saham iasa (*common stock*) dan saham preferen

(*preffered stock*) (Jogiyanto. 2007). Perbedaan kedua jenis saham ini antara lain adalah sebagai berikut:

1) Saham Biasa (*common stock*)

Pemegang saham ini adalah pemilik perusahaan yang diwakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham biasa mempunyai beberapa hak yaitu:

a) Hak Kontrol

Pemegang saham biasa mempunyai hak untuk memilih dewan direksi. Hal ini berarti bahwa pemegang saham mempunyai hak untuk mengontrol siapa saja yang akan memimpin perusahaannya. Pemegang saham dapat melakukan hak kontrolnya dalam memveto dalam pemilihan direksi di rapat tahunan pemegang saham atau tindakan-tindakan yang membutuhkan persetujuan pemegang saham.

b) Hak Menerima Pembagian Keuntungan

Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham biasa berhak mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Tidak semua laba dibagikan, tetapi sebagian laba akan ditanamkan kembali ke dalam perusahaan. Laba yang ditahan ini (*retained earning*) merupakan sumber dana intern perusahaan

sedangkan laba yang tidak ditahan diberikan kepada pemilik saham dalam bentuk dividen

c) Hak *Preemptive*

Hak *preemptive* (*preemptive right*) merupakan hak untuk mendapatkan persentase kepemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham. Jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham yang beredar akan lebih banyak dan akibatnya persentase kepemilikan saham yang lama akan turun. Hak *preemptive* memberi prioritas kepada pemegang saham lama untuk membeli tambahan saham baru, sehingga persentase kepemilikan tidak berubah.

2) Saham preferen (*preferred stock*)

Saham preferen mempunyai gabungan antara obligasi dan saham biasa. Seperti obligasi, saham preferen yang membayarkan bunga atas pinjaman, saham preferen juga memberikan hasil yang tetap berupa dividen preferen. Seperti saham biasa, dalam hal likuidasi, klaim pemegang saham preferen dibawah klaim pemegang obligasi. Dibandingkan dengan saham biasa, saham preferen mempunyai hak, yaitu hak atas dividen tetap dan hak atas pembayaran lebih dahulu jika terjadi likuidasi.

Beberapa karakteristik saham preferen adalah sebagai berikut:

a) Preferen terhadap dividen

- (1) Pemegang saham preferen mempunyai hak untuk menerima dividen terlebih dahulu dibandingkan pemegang saham biasa.
- (2) Saham preferen umumnya memberikan hak dividen kumulatif, yaitu memberikan hak kepada pemegangnya untuk menerima dividen tahun-tahun sebelumnya yang belum dibayarkan, dan dibayarkan sebelum pemegang saham biasa menerima dividennya.

b) Preferen pada waktu likuidasi

Saham preferen mempunyai hak terlebih dahulu atas aktiva perusahaan dibandingkan dengan hak yang dimiliki oleh saham biasa pada saat terjadi likuidasi. Besarnya hak atas aktiva adalah sebesar nilai nominal saham preferennya termasuk semua dividen yang belum dibayarkan jika bersifat kumulatif.

b. Obligasi

Obligasi merupakan sekuritas yang memberikan pendapatan dalam jumlah tetap kepada pemiliknya. Pada saat membeli obligasi, investor sudah dapat mengetahui dengan pasti berapa pembayaran bunga yang akan diperolehnya secara periodic dan berapa pembayaran kembali nilai par (*par value*) pada saat jatuh tempo. Meskipun demikian, obligasi bukan tanpa risiko, karena bisa saja obligasi tersebut tidak terbayar kembali akibat kegagalan penerbitnya dalam memenuhi kewajibannya.

Oleh karena itu investor harus berhati-hati dalam memilih obligasi yang akan dibeli. Untuk itu, investor perlu memperhatikan peringkat obligasi yang menunjukkan tingkat risiko dan kualitas obligasi dilihat dari kinerja perusahaan yang menerbitkannya.

Seandainya investor ingin menjual obligasi sebelum jatuh tempo, maka penentuan harga pasar obligasi tersebut akan tergantung pada tingkat bunga yang berlaku saat itu. Dengan demikian, investasi obligasi akan sensitif terhadap perubahan tingkat bunga yang terjadi. Pembayaran bunga obligasi ditentukan oleh seberapa besar kupon yang ditetapkan oleh penerbit obligasi. Umumnya, pada setiap obligasi terdapat kupon dalam jumlah dan waktu pembayaran yang sudah ditentukan. Tetapi, ada satu jenis obligasi yang tidak memberikan kupon, atau disebut dengan *zero coupon bond*. Pada jenis obligasi ini, penerbit tidak memberikan pembayaran bunga tetap, tetapi pembeli akan membayar dengan harga kurang dari nilai par yang telah ditetapkan (harga diskon), dan pada saat jatuh tempo akan menerima sejumlah nilai par (tanpa diskon). Potongan harga pada saat pembelian obligasi itulah yang merupakan tingkat keuntungan bagi pembeli.

Disamping itu terdapat jenis obligasi lain seperti obligasi yang dapat dilunasi oleh penerbit sebelum jatuh tempo (*call provision*) dan yang dapat ditukarkan dengan sejumlah saham (obligasi konversi). Di satu sisi, pelunasan obligasi sebelum jatuh tempo akan bisa menguntungkan penerbit obligasi bila terjadi penurunan tingkat bunga. Pada saat tingkat bunga pasar menurun, tingkat bunga (kupon) obligasi bisa

menjadi lebih besar dibandingkan dengan tingkat bunga pasar, dan dalam situasi seperti ini penerbit akan dirugikan karena perusahaan harus membayar tingkat bunga yang lebih tinggi dibanding tingkat bunga pasar, dan dalam situasi seperti ini penerbit akan dirugikan karena perusahaan harus membayar tingkat bunga yang lebih tinggi dibanding tingkat bunga pasar. Jika kemudian pada saat tersebut perusahaan melunasi obligasi (sebelum jatuh tempo), maka perusahaan penerbit akan terhindar dari kerugian tersebut.

Di sisi lain, investor akan mengalami kerugian jika penerbit melunasi obligasi tersebut pada saat harga pasar obligasi lebih besar dari nilai par. Untuk itulah, pada saat melunasi obligasi sebelum jatuh tempo, penerbit harus membayar sejumlah biaya tambahan tertentu, yaitu *call premium* dan biaya administratif.

Perusahaan bisa juga mengeluarkan obligasi konversi, yaitu obligasi yang dapat ditukarkan dengan sejumlah saham di perusahaan yang sama tanpa dikenakan biaya tambahan. Dengan demikian fluktuasi harga obligasi konversi di samping dipengaruhi oleh tingkat bunga pasar yang terjadi, juga dipengaruhi oleh fluktuasi harga saham perusahaan.

c. Reksadana

Reksadana (*mutual fund*) adalah sertifikat yang menjelaskan bahwa pemiliknya menitipkan sejumlah dana kepada perusahaan reksadana, untuk digunakan sebagai modal berinvestasi baik di pasar modal maupun di pasar uang.

Perusahaan reksadana akan menghimpun dana dari investor untuk kemudian diinvestasikan dalam bentuk portofolio yang dibentuk oleh manajer investasi. Dengan demikian, investor dapat membentuk portofolio secara tidak langsung melalui manajer investasi.

Reksadana dapat dibedakan menjadi dua, yaitu reksadana tertutup (*close ended*) dan reksadana terbuka (*open ended*). Pada reksadana tertutup, setelah dana yang terhimpun mencapai jumlah tertentu maka reksadana tersebut akan ditutup. Dengan demikian, investor tidak dapat menarik kembali dana yang telah diinvestasikan. Sedangkan pada reksadana yang terbuka, investor dapat menginvestasikan dananya dan / atau menarik dananya setiap saat dari reksadana tersebut selama reksadana tersebut masih aktif. Dengan demikian, investor dapat menjual kembali reksadana yang telah dibeli atau perusahaan reksadana dapat membeli kembali reksadana yang telah di jual.

Berdasarkan struktur kelembagaan, reksadana dapat dibedakan menjadi reksadana berbentuk perusahaan dan berbentuk kontrak investasi kolektif. Untuk kasus di Indonesia, reksadana berbentuk perusahaan terdiri dari reksadana terbuka dan tertutup. Sedangkan untuk reksadana yang berbentuk kontrak investasi kolektif, hanya terdiri dari reksadana terbuka.

Perbedaan lain antara reksadana berbentuk perusahaan dan kontrak kolektif adalah bahwa reksadana kontrak investasi tidak diperjualbelikan di pasar

sekunder, sehingga investor tidak mendapat saham. Sedangkan untuk reksadana berbentuk perusahaan, investor akan mendapatkan saham yang dapat diperjualbelikan di pasar sekunder. Untuk kasus di Indonesia, saat ini reksadana jenis kontrak kolektif lebih banyak dibandingkan dengan reksadana jenis perusahaan.

Bagi investor pemegang reksadana, selain dapat memberikan manfaat berupa pembentukan portofolio secara tidak langsung (karena sudah dibentuk oleh manajer investasi), keuntungan lainnya bagi investor adalah:

- 1) Memperoleh dividen atau bunga dari perusahaan reksadana.
- 2) Memperoleh *capital gain* dari hasil portofolio reksadana.
- 3) Memperoleh peningkatan nilai aktiva bersih dengan menjual reksadana di pasar sekunder (untuk reksadana berbentuk perusahaan) atau menjual kembali kepada perusahaan reksadana yang menerbitkannya (untuk reksadana terbuka baik berbentuk perusahaan atau kontrak kolektif). Nilai aktiva bersih adalah selisih antara total nilai investasi yang dilakukan perusahaan reksadana dengan total reksadana yang diterbitkannya.

d. Instrumen Derivatif (*Opsi dan Futures*)

instrumen derivatif merupakan sekuritas yang nilainya merupakan turunan dari suatu sekuritas lain, sehingga 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 *future*.

Waran adalah opsi yang diterbitkan oleh perusahaan untuk membeli saham dalam jumlah dan harga yang telah ditentukan dalam jangka waktu tertentu, biasanya dalam beberapa tahun. Penerbitan waran biasanya disertai pada sekuritas lain seperti saham atau obligasi untuk lebih menarik minat pemodal. Waran sering juga disebut sebagai “pemanis” bagi penerbitan saham atau obligasi.

Right issue adalah instrument derivatif yang berasal dari saham. *Right issue* memberikan hak bagi pemiliknya untuk membeli sejumlah saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan dengan harga tertentu. *Right issue* umumnya dibatasi kepada pemegang saham lama. Perusahaan mengeliarkan *right issue* dengan tujuan untuk tidak mengubah proporsi kepemilikan pemegang saham dan mengurangi biaya emisi akibat penerbitan saham baru.

Opsi merupakan hak untuk menjual atau membeli sejumlah saham tertentu pada harga yang telah ditentukan. Opsi dapat berupa *call option* atau *put option*. *Call option* memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham yang telah ditentukan dalam jumlah dan harga tertentu dalam jangka waktu yang telah ditetapkan. Sebaliknya *put option* memberikan hak untuk menjual saham yang ditunjuk pada harga dan jumlah tertentu pada jangka waktu yang telah ditetapkan, sehingga penerbit dan pembeli opsi mempunyai harapan yang berbeda.

Pada *call option* penerbit mengharapkan harga saham turun sedangkan pembeli mengharapkan saham naik pada saat jatuh tempo. Waktu jatuh tempo opsi umumnya beberapa bulan, tetapi ada juga opsi yang mempunyai waktu jatuh tempo yang relative lebih lama yang sering disebut dengan LEAPS (*Long-Term options*) yaitu opsi dengan jatuh tempo lebih lama, diatas dua tahun.

Instrument derivatif lain yaitu *futures*, pada dasarnya hampir mempunyai karakteristik yang sama dengan opsi. Perbedaanya adalah bahwa pada opsi pembeli diperbolehkan untuk tidak melaksanakan haknya (hanya bersifat hak), sedangkan pada *future* pembeli harus melakukan kontrak perjanjian yang telah disepakati (bersifat kewajiban). Kontrak *futures* adalah perjanjian untuk melakukan pertukaran asset tertentu di masa yang akan datang diantara pembeli dan penjual. Penjual akan memberikan asset yang ditunjuk pada waktu yang telah ditentukan untuk ditukarkan dengan sejumlah uang dari pembeli. Meskipun pembayaran dilakukan pada waktu jatuh tempo, pada awal kontrak, pembeli diminta untuk memberikan sejumlah dana (disebut dengan margin), untuk emngurangi risiko gagalnya pelaksanaan kontrak tersebut pada saat jatub tempo.

Disamping digunakan sebagai istrumen spekulasi, *futures* juga dapat berfungsi sebagai *hedging* (lindung nilai) untuk menguran gi ketidakpastian harga di masa yang akan datang. Dengan membeli *futures*, seseorang dapat melindungi investasinya dari fluktuasi harga yang tidak diharapkan di masa yang akan datang.

Tujuan investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan dari dana yang di investasikan. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*. Dividen adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh dari selisih harga beli dan harga jual saham.

2. Dividen

Dividen (*dividend*) adalah pembagian aktiva perusahaan kepada para pemegang saham perusahaan. Dividen dapat dibayar dalam bentuk uang tunai (kas), saham perusahaan, ataupun aktiva lainnya. Semua dividen haruslah diumumkan oleh dewan direksi sebelum dividen tersebut menjadi kewajiban perusahaan. Terdapat beberapa tanggal penting yang menjadi perhatian dalam prosedur pembagian dividen, yaitu :

- 1) Tanggal Pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal pada saat direksi mengumumkan dividen. Pada tanggal tersebut dividen menjadi kewajiban perusahaan dan dicatat pada buku perusahaan. Tanggal pengumuman ini biasanya beberapa minggu sebelum tanggal pembayaran dividen.
- 2) *Cum Dividend* adalah tanggal dimana seluruh pemegang saham perusahaan sampai batas tanggal tersebut berhak mendapatkan dividen.

- 3) Tanggal pencatatan (*date of record*) merupakan tanggal yang dipilih oleh dewan direksi untuk mendaftar para pemegang saham yang berhak menerima dividen. Karena waktu yang tersita untuk menyusun daftar para pemegang saham, maka tanggal pencatatan biasanya dua atau tiga minggu setelah tanggal pengumuman dividen, namun sebelum tanggal pembayaran dividen.
- 4) *Ex Dividend* yaitu tanggal dimana pemegang saham tidak lagi berhak mendapat dividen.
- 5) Tanggal Pembayaran (*date of payment*) adalah tanggal dividen benar-benar dibayarkan. Pembayaran biasanya berlangsung beberapa minggu setelah tanggal pengumuman dividen.

Istilah dividen biasanya dipahami sebagai distribusi kas oleh perseroan kepada pemegang sahamnya. Dividen dinyatakan sebagai jumlah spesifik per lembar saham biasa. Dividen kas adalah pembagian laba oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Jumlah yang diterima sepadan dengan banyaknya jumlah lembar saham yang dimilikinya. Biasanya terdapat kondisi yang patut oleh perusahaan untuk membayar dividen kas, yaitu saldo laba yang mencukupi, kas yang memadai, dan tindakan formal oleh dewan direksi. Jumlah saldo yang besar tidak harus berarti bahwa perusahaan mampu membayar dividen. Dana kas perlu pula tersedia dengan jumlah memadai yang melebihi kebutuhan-kebutuhan operasi normal. Dewan direksi

tidak wajib mengumumkan dividen setiap tahun, bahkan walaupun terdapat saldo kas yang cukup besar untuk membagikan dividen.

Kurangnya dana ataupun posisi kas yang sangat ketat dapat memaksa direksi perusahaan untuk mengurangi atau bahkan meniadakan pembayaran dividen. Keputusan distribusi itu mestilah dipikirkan secara masak-masak karena dividen sering menjadi elemen kunci dalam imbalan yang diharapkan oleh para pemodal dari saham yang dimilikinya. Harga pasar saham kerap jatuh secara dramatis pada saat deklarasi dividen ternyata lebih kecil daripada yang diprediksi sebelumnya. Sebagian besar perusahaan mencoba mempertahankan catatan pembayaran dividen yang stabil dalam upaya membuat saham mereka kelihatan memikat bagi para pemodal. Dividen dapat dibayarkan sekali setahun atau setiap semesteran.

a. Teori-Teori Kebijakan Dividen

Ada beberapa teori dividen tidak relevan dan dividen relevan yang dapat digunakan oleh perusahaan (emiten) yaitu:

1) *Dividend Irrelevance*

Evaluasi pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap kekayaan pemegang saham dapat dilakukan dengan melihat kebijakan dividen perusahaan sebagai keputusan pendanaan yang melibatkan laba ditahan. Setiap periode, perusahaan harus memutuskan apakah laba yang diperoleh akan ditahan atau didistribusikan sebagian atau seluruhnya pada pemegang saham sebagai dividen tunai. Sepanjang perusahaan memiliki proyek investasi dengan pengembalian

melebihi yang diminta, perusahaan akan menggunakan laba untuk mendanai proyek tersebut. Jika terdapat kelebihan laba setelah digunakan untuk mendanai seluruh kesempatan investasi yang diterima, kelebihan itu akan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. Jika tidak ada kelebihan, maka dividen tidak akan dibagikan. Jika dana yang dibutuhkan untuk membiayai proyek melebihi jumlah laba ditahan ditambah sekuritas senior yang akan didukung oleh laba ditahan ini, perusahaan akan menutupi kekurangan tersebut dengan kombinasi ekuitas baru dan sekuritas senior. Jika kebijakan dividen sepenuhnya dianggap sebagai keputusan pendanaan, pembayaran dividen kas bersifat residual pasif. Persentase laba dibayarkan sebagai dividen akan berfluktuasi dari satu periode ke periode lainnya seiring dengan fluktuasi jumlah peluang investasi yang diterima perusahaan jika terdapat sangat banyak peluang investasi, maka persentase pembayaran laba sebagai dividen cenderung menjadi nol. Disisi lain, jika perusahaan tidak dapat menemukan peluang investasi yang menguntungkan, seluruh laba dapat dibayarkan sebagai dividen. Oleh karena itu, rasio pembayaran dividen merupakan pecahan bernilai antara 0 (nol) dan 1(satu). Kebijakan dividen residual pasif, sepenuhnya tergantung dari ketersediaan proposal investasi yang dapat diterima, mengandung arti implisit bahwa dividen tidak relevan.

Menurut teori ini, kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga saham ataupun *cost of capital* perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan dividen menjadi tidak relevan (*irrelevant*) ini dikembangkan oleh Miller dan Modigliani (1961),

yang menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen hanya merupakan bagian kecil saja dari keputusan investasi perusahaan. Pembayaran dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Lebih jauh mereka mengatakan bahwa nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh kekuatan aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba, atau kebijakan investasinya, dan perlakuan aloksi laba menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Argument MM menunjukkan bahwa investor *indifferent* (sama saja) terhadap kebijakan dividen. MM mengajukan asumsi berikut dalam analisis mereka (Mamduh Hanafi,2005) :

- a) Tidak ada pajak atau biaya lainnya. Pelaku pasar tidak bisa mempengaruhi harga sekuritas. Pasar diasumsikan sempurna.
- b) Semua pelaku pasar mempunyai pengharapan yang sama terhadap investasi, keuntungan dan dividen di masa mendatang. Pengharapan investor dikatakan homogeny.
- c) Kebijakan investasi ditentukan lebih dahulu, kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan investasi.

2) *Bird-in the-Hand Theory*

Teori yang dikembangkan MM menjadi perdebatan sengit dalam lingkungan akademisi. Lintner (1962) dan Gordon (1963) menyatakan *required rate of return on equality* (k) turun apabila *dividend payout* meningkat karena investor tidak yakin akan menerima *capital gains* yang berasal dari laba ditahan. Menurut lintner (1962) dan Gordon (1963), investor menilai jumlah

uang yang diterima dari *expected dividend* (dividen ekspektasian) lebih tinggi daripada *expected capital gains* karena komponen dividend yield (D_1/P_0) memiliki risiko lebih rendah daripada komponen g dalam persamaan total *expected return* ($k_s = D_1/P_0 + g$).

MM tidak sepekat dengan pandangan ini, dan menyatakan bahwa k_s bersifat independen dari kebijakan dividen, sehingga ada perbedaan antara *dividend* dan *capital gains*. Menurut MM sebagian besar investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividennya dalam bentuk saham pada perusahaan yang sama. Risiko arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang ditentukan oleh risiko arus kas operasi, bukan oleh kebijakan pembayaran dividen.

Dalam *bird-in the-hand theory* ini mengatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko, yang pada diliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham. Berikut ini beberapa argument yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi.

(1) Mengurangi ketidakpastian

Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan saat ini. Karena dividen diterima saat ini, sedangkan *capital gain* diterima dimasa mendatang, ketidakpastian dividen menjadi lebih kecil dibandingkan dengan kepastian *capital gain*. Karena faktor ketidakpastian berkurang investor semacam itu

mau membayar harga yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen yang tinggi. Gordon (1961) berargumentasi bahwa nilai saham akan ditentukan oleh *present value* dari dividen yang diterima investor saat ini dan di masa mendatang. Dividen dimasa mendatang akan lebih beresiko dibandingkan dividen yang dibayarkan saat ini.

(2) Mengurangi Konflik keagenan antara Manajer dengan Pemegang saham

Argument lain yang mendukung pembayaran yang tinggi datang dari kerangka teori keagenan. Menurut teori tersebut konflik bisa terjadi antar pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan. Sebagai contoh, manajer di sewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan agar tujuan pemegang saham (maksimisasi kemakmuran pemegang saham) bisa tercapai. Akan tetapi manajer bisa mempunyai agenda sendiri yang tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham. Misal perusahaan mempunyai kelebihan kas atas proyek NPV positif (*free cash flow*, yang didefinisikan sebagai kelebihan kas setelah semua investasi dengan NPV yang positif didanai). Kas tersebut akan lebih baik dibagikan ke pemegang saham, dan pemegang saham akan memanfaatkan kas tersebut dengan cara mereka sendiri. Tetapi manajer barang kali tidak mau membagi kas tersebut karena ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut. Dalam konteks semacam itu pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh investor, karena akan mengurangi potensi konflik antar manajer dengan pemegang saham.

Tentu saja ada yang dirugikan dengan pembayaran dividen yang tinggi tersebut. Pemegang utang bisa dirugikan dalam situasi pembayaran dividen yang tinggi. Bagi pemberi utang, kas yang banyak dalam perusahaan merupakan hal yang menguntungkan. Kas yang besar tersebut bisa mengurangi risiko perusahaan, dan jika terjadi kebangkrutan, kas tersebut bisa dipakai untuk membayar utang. Pembayaran dividen yang tinggi bisa dianggap sebagai transfer kekayaan dari pemegang utang ke pemegang saham. Tentu saja pemegang utang tidak suka dengan kejadian semacam itu. Pemegang utang bisa menerapkan pembatasan utang, missal pembayaran dividen bisa dilakukan jika pendapatan, aliran kas, atau modal kerja melewati batas tertentu.

3) *Tax Preference Theory*

Teori ini diajukan oleh Litzenger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, para investor lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan dividend yield tinggi, capital gains yield rendah dari pada saham dengan dividend yield rendah, capital gains yield tinggi. Jika pajak atas dividend lebih besar dari pajak atas capital gains, perbedaan ini akan makin terasa

Investor yang sudah makmur (yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian besar dividen) lebih menyukai perusahaan untuk menahan

dan mengembalikan laba yang diperoleh untuk digunakan dalam perusahaan. Pertumbuhan laba menyebabkan harga saham lebih tinggi, dan capital gains dengan pajak lebih rendah akan digantikan oleh dividen yang berpajak lebih tinggi. Menurut teori ini, investor lebih menyukai perusahaan yang membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi.

4) *Signaling Theory*

Menurut *dividend irrelevance theory* (MM), setiap orang (investor dan manajer) memiliki informasi identik mengenai laba akan datang dividen perusahaan. Kenyataannya, investor yang berbeda memiliki pandangan berbeda terhadap tingkat pembayaran dividen akan datang dan ketidakpastian yang melekat dalam pembayaran tersebut, karena manajer memiliki informasi lebih banyak tentang prospek akan datang daripada pemegang saham.

Kenaikan dividen seringkali diikuti dengan kenaikan harga saham, sedangkan pemotongan atau pengurangan dividen diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. MM menyatakan, perusahaan enggan mengurangi dividen sehingga tidak akan meningkatkan dividen, kecuali perusahaan mengantisipasi adanya laba berjumlah besar pada periode akan datang. Kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diharapkan menjadi sinyal bagi investor bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan laba yang baik. Sebaliknya, penurunan dividen akan menjadi sinyal pertumbuhan laba yang buruk pada masa yang akan

datang. Pengumuman dividen yang menyebabkan perubahan harga mengindikasikan adanya *information signaling content* (kandungan informasi).

5) *Clientele Effect*

Menurut teori ini, pemegang saham dapat diklarifikasikan dalam beberapa kelompok (Pettit, 1977). Kelompok-kelompok yang berbeda (*different groups*) atau *clienteles* dari pemegang saham menyukai kebijakan pembayaran dividen yang berbeda. Menurut teori ini, perusahaan dapat mengubah kebijakan pembayaran dividen karena pemegang saham dengan sendirinya akan menjual sahamnya kepada investor lain mereka tidak suka dengan kebijakan yang baru.

3. Efisiensi Pasar

Didalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan consensus bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Akibatnya kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan tetap bertahan sampai informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi

dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Dengan demikian ada hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan keadaan ekuilibrium dengan konsep pasar memproses informasi untuk menuju posisi ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia.

Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasinya saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Sedang pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Informasi mana yang dapat digunakan untuk menilai pasar efisien, apakah informasi yang lama, informasi yang sedang dipublikasikan atau semua informasi termasuk informasi privat. Fama (1970) dalam Jogiyanto 2007 menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat berikut ini.

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan tidak normal (*abnormal return*).

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan (*all public available information*) termasuk informasi di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut:

- 1) Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten. Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman *merger* dan akuisisi,

pengumuman metode akuntansi, pengumuman penggantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.

- 2) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin saemua emiten di dalam industri perbankan.
- 3) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat memnggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan

keuntungan tidak normal dalam jangka waktu lama. Berikut ini menunjukkan macam-macam pengumuman yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.

- a) Pengumuman yang berhubungan dengan laba (*Earnings-Related Announcements*). Laporan tahunan awal, laporan tahunan detail, laporan interim awal, laporan interim detail, laporan perubahan metode akuntansi, laporan auditor dan lainnya.
- b) Pengumuman-pengumuman peramalan oleh pejabat perusahaan (*Forecast Announcement by Company Officials*). Seperti peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal, estimasi laba setelah akhir tahun fiskal, peramalan penjualan, dan lainnya.
- c) Pengumuman-pengumuman pendanaan (*Financing Announcement*), pengumuman yang berhubungan dengan hutang, seperti sekuritas hybrid, sewa-guna, persetujuan *standby credit*, pelemparan saham kedua, pemecahan saham, pembelian kembali saham, pengumuman *joint venture*, dan lainnya.
- d) Pengumuman-pengumuman dividen (*Dividend Announcement*). Seperti distribusi kas dan distribusi saham.
- e) Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah (*Government-related Announcement*) seperti, dampak dari peraturan baru, investigasi-investigasi terhadap kegiatan perusahaan, keputusan-keputusan regulator, dan lainnya.

- f) Pengumuman investasi (*investment Announcement*) seperti, eksplorasi, usaha baru, ekspansi pabrik, penutupan pabrik, pengembangan R & D, dan lainnya.
- g) Pengumuman-pengumuman ketenaga-kerjaan (*labor Announcement*) seperti, negosiasi-negosiasi, kontrak-kontrak baru, pemogokan, dan lainnya.
- h) Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan hukum (*Legal Announcement*) seperti, tuntutan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya, tuntutan oleh perusahaan atau oleh manajernya, dan lainnya.
- i) Pengumuman-pengumuman pemasaran-produksi-penjualan (*Marketing-Production-Sales Announcement*) seperti, pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, penarikan produk, laporan-laporan produksi, laporan-laporan keamanan produk, laporan-laporan penjualan, rincian jaminan dan lainnya.
- j) Pengumuman-pengumuman manajemen-direksi (*Management-Board of Director Announcement*) seperti, susunan direksi, manajemen, rincian struktur organisasi.
- k) Pengumuman-pengumuman merjer-ambil alih-diversifikasi (*Merger-Takeover-Divestiture Announcement*) seperti, laporan-laporan merger, laporan-laporan investasi ekuitas, laporan-laporan mengambil alih, laporan-laporan diversifikasi, dan lainnya.

l) Pengumuman industri sekuritas (*Securities Industry Announcement*) seperti, laporan-laporan pertemuan tahunan, perubahan-perubahan kepemilikan saham, "*heard on the street*", laporan-laporan "*insider*" trading, laporan harga dan volume perdagangan, pembatasan perdagangan atau suspense, dan lainnya.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully effect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat. Semua informasi baik yang dipublikasikan maupun tidak dipublikasikan sudah tercermin dalam harga sekuritas saat ini. Dalam bentuk efisien kuat seperti ini tidak akan ada seorang investorpun yang bisa memperoleh return tidak normal.

Pada tahun 1991, Fama mengemukakan penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi pasar tersebut. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas return (*return predictability*). Pada klasifikasi ini, informasi mengenai pola return sekuritas, seperti return yang tinggi di bulan Januari dan hari Minggu, tidak dapat digunakan untuk memperoleh return abnormal. Sedangkan efisiensi bentuk setengah kuat dapat dilakukan dengan pengujian event studies dan bentuk kuat dapat dilakukan pengujian *privat information*.

4. 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*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Jika suatu pengumuman mengandung informasi diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan return tidak normal. Return tidak normal atau sering disebut *abnormal return* merupakan kelebihan return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal ini dikenal dengan return ekspektasi atau return yang diharapkan oleh para investor. Dengan demikian return tidak normal adalah return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi.

5. *Abnormal Return*

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi atau return yang diharapkan oleh investor (Jogiyanto, 2007). Penelitian *abnormal return* umumnya merupakan suatu studi peristiwa abnormal return yang mungkin dapat diperoleh dari suatu sekuritas disekitar pengumuman suatu peristiwa.

Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengukur *abnormal return*, yaitu:

1) Model Disesuaikan Rata-rata

Model ini beranggapan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Menggunakan model ini, *return* ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian *return* realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi, periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk data harian, dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

2) Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan 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 ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*).

3) Model Disesuaikan Pasar (*Market Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa pada prinsipnya *event study* dalam penelitian ini adalah memperhitungkan dan menilai *abnormal return* yang terjadi selama period event, sehingga dapat diketahui kinerja *abnormal return* dengan adanya suatu event. Dalam penelitian ini pengumuman dividen diharapkan akan memberikan *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang telah dilakukan terdahulu sebelum penelitian ini dilakukan adalah :

1. Indah Kurniawati (2001), penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak pengumuman dividen untuk *abnormal return* pada reaksi pasar. hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen secara statistik dan signifikan direspon oleh pasar di sekitar tanggal pengumuman dividen, jadi penelitian ini mendukung *signaling hypothesis*.
2. Sri Mulyati (2003), penelitian ini merupakan penelitian empiris tentang reaksi harga saham terhadap perubahan dividen tunai dan *dividend yields* di BEJ. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) reaksi harga saham positif terhadap kenaikan dividen yang di bayarkan terjadi pada hari ke-5 sebelum pengumuman dan sedangkan reaksi harga saham negative terhadap penurunan dividen yang dibayarkan terjadi pada hari-5 setelah pengumuman ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi. (2) reaksi harga saham tidak

berpengaruh oleh *dividen yield*, ini di tunjukkan dari tidak adanya koefisien yang signifikan.

3. Surtikanti (2007), penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh DPS dan DPR terhadap *abnormal return* serta melihat perubahan *abnormal return* sebelum dan setelah tanggal pengumuman dividen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang listing di BEJ. Metode penarikan sampel menggunakan *purposive sampling*, dimana secara konsisten perusahaan membagikan dividen tunai selama periode pengamatan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa *abnormal return* saham dua puluh satu hari sebelum dan dua puluh satu hari sesudah tanggal pengumuman dividen. Dari analisis regresi dan uji t maka diperoleh hasil bahwa DPS dan DPR berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* terjadi pada pengumuman dividen tahun amatan. Sedangkan uji beda rata-rata terdapat perbedaan nyata rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman dividen.

C. Hipotesa

Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*. Dividen adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh dari selisih harga beli dan harga jual saham. Ada kecenderungan prospek perusahaan di masa yang akan datang meningkat dan di ikuti harga saham akan naik jika suatu perusahaan

membagikan dividen dan harga saham akan turun jika perusahaan tidak membagikan dividen atau menurunkan dividen. Dengan adanya kenaikan harga saham maka investor bisa memperoleh *abnormal return*. Anggapan seperti ini berdasarkan tiga teori relevansi dividen yaitu :

1. *Bird In the Hand Theory*, argumen ini mengatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko. Beberapa investor menyukai pendapatan saat ini (pembayaran dividen data ini). Dividen di masa mendatang akan lebih berisiko dari pada dividen yang dibayar saat ini. Argumen lain yang mendukung dividen dibayar tinggi adalah mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Dalam konteks semacam itu pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh investor, karena akan mengurangi potensi konflik antar manajer dengan pemegang saham.
2. *Signaling Theory*, investor yang berbeda memiliki pandangan berbeda terhadap tingkat pembayaran dividen akan datang dan ketidakpastian yang melekat dalam pembayaran tersebut, karena manajer memiliki informasi lebih banyak tentang prospek akan datang daripada pemegang saham.

Kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diharapkan menjadi sinyal bagi investor bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan laba yang baik. Sebaliknya, penurunan dividen akan menjadi sinyal pertumbuhan laba yang buruk pada masa yang akan datang. Pengumuman dividen yang menyebabkan perubahan harga mengindikasikan adanya *information signaling content* (kandungan informasi).

3. *Client Effect*, Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Kenaikan dividen seringkali diikuti dengan kenaikan harga saham, sedangkan pemotongan atau pengurangan dividen diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Investor menganggap bahwa perusahaan yang membayarkan dividen memiliki prospek yang bagus di masa mendatang yang diikuti dengan kenaikan harga saham dan akan mendapatkan *abnormal return*.

Hipotesa pasar modal efisien menyatakan bahwa harga sekuritas secara cepat mencerminkan semua informasi yang relevan, atau dengan kata lain keputusan investasi dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima. Informasi tentang pengumuman perusahaan terhadap suatu peristiwa tertentu seperti pada penelitian ini menggunakan peristiwa pengumuman dividen. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari pengumuman perubahan dividen. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga. Reaksi perubahan harga saham

biasanya diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya jika suatu pengumuman yang tidak memiliki kandungan informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Berdasarkan pemikiran diatas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan yang mengumumkan dividen.

Hipotesis 2 : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.