

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Deviden

Deviden adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sesuai dengan banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Kieso *et al.* (2007) menyebutkan bentuk-bentuk deviden adalah sebagai berikut:

- *Cash dividends*

Boards of Directors menentukan besarnya besarnya deviden yang akan dibagikan serta melakukan pengumuman pembagian deviden tersebut. Sebelum melakukan pembayaran deviden, perusahaan harus mempersiapkan daftar dari pemegang saham yang akan memperoleh pembagian deviden. Oleh karena itu terdapat *time lag* antara pengumuman dengan pembayaran deviden.

- *Property dividends*

Property dividend merupakan pembagian deviden menggunakan aset perusahaan selain *cash*. Aset yang dapat digunakan sebagai *property dividend* seperti *merchandise*, *real estate*, atau *investments*, tergantung dari keputusan *Board of Directors*.

- *Liquidating dividends*

Pembagian deviden selain berdasarkan *retained earnings* merupakan *liquidating dividends*. Deviden tersebut adalah *return* dari investasi pemegang saham dan bukan dari *profit*.

- *Stock dividends*

Perusahaan menerbitkan saham baru yang dijadikan sebagai deviden untuk dibagikan kepada pemegang saham

2.1.1. Kebijakan Deviden

Kebijakan deviden adalah penentuan seberapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan diberikan kepada pemegang sahamnya dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan atau *retained earnings*. Perbandingan antara deviden dan keuntungan perusahaan merupakan rasio pembayaran deviden.

Kebijakan deviden sering dianggap sebagai *sinyal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan deviden dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Kieso *et al.* (2007) mengatakan bahwa pembagian deviden menurun tajam pada tahun 1980-an dan tahun 1990-an karena perusahaan memilih untuk berfokus pada pertumbuhan perusahaan agar dapat meningkatkan keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Umumnya perusahaan memilih untuk membagikan deviden tunai. Weygandt *et al.* (2008) mengatakan syarat perusahaan untuk dapat membagikan deviden tunai adalah sebagai berikut:

- Perusahaan harus mempunyai *retained earnings*
Pengumuman untuk membagikan deviden tunai berbeda-beda pada setiap negara, namun pembagian deviden tunai dari *retained earnings* disahkan pada semua negara.
- Perusahaan mempunyai kas yang cukup untuk membagikan deviden
Perusahaan harus mempertimbangkan keperluan kas perusahaan untuk saat ini ataupun untuk masa yang akan datang. jika perusahaan ingin melakukan ekspansi umumnya mereka akan membagikan deviden dalam jumlah kecil ataupun tidak membagikan deviden sama sekali
- Pengumuman deviden disetujui oleh pihak yang berwenang dimana *Board of Directors* mempunyai hak untuk menentukan besarnya bagian pendapatan perusahaan yang akan dijadikan deviden

Jika perusahaan memilih untuk membagikan deviden dalam bentuk saham berarti perusahaan menerbitkan saham baru. Deviden saham dapat menurunkan nilai *retained earnings* namun meningkatkan *paid-in capital* dan berlawanan dengan deviden tunai, deviden saham tidak meningkatkan ekuitas dari pemegang saham ataupun total aset perusahaan. Alasan perusahaan memilih untuk membagikan deviden saham adalah sebagai berikut:

- Untuk memenuhi ekspektasi pemegang saham akan deviden tanpa harus mengeluarkan kas
- Untuk meningkatkan jumlah saham perusahaan di pasar. Ketika jumlah saham beredar meningkat, maka harga pasar per saham akan menurun.

Penurunan harga pasar per saham tersebut akan mempermudah para investor kecil untuk dapat membeli saham tersebut

- Untuk menunjukkan bahwa bagian dari pendapatan perusahaan yang menjadi deviden, diinvestasikan kembali pada bisnis perusahaan

2.1.2. Tujuan Pembagian Deviden

Berdasarkan teori *dividend signaling* yang dikembangkan oleh Bhattacharya (1979), John dan Williams (1985), dan Miller dan Rock (1985). Pembagian deviden mempunyai tujuan untuk memberikan sinyal kepada investor. Berdasarkan teori ini, manajer atau *corporate insider* mempunyai informasi mengenai masa depan perusahaan. Mereka lebih mengetahui prospek perusahaan dibandingkan dengan investor dan mereka memilih deviden sebagai sinyal dari *private information*. Investor mungkin dapat memperoleh sebagian informasi dengan mudah seperti informasi laporan keuangan yang telah diaudit. Namun informasi lain yang penting bagi perusahaan dan bersifat privat tidak dapat diperoleh investor dan informasi tersebut juga sulit untuk dikomunikasikan kepada investor. Keadaan tersebut menyebabkan asimetrik informasi yang berdampak terhadap nilai pasar saham. Jika terdapat informasi yang menguntungkan bagi perusahaan, pasar akan menilai saham perusahaan *undervalue* sehingga penjualan saham akan meningkat dan harga saham akan naik.

2.1.3. Tanggal-tanggal Penting Sehubungan dengan Deviden

Tanggal pembayaran deviden ditentukan dengan prosedur pembagian deviden dimana setiap perusahaan mempunyai kebijakan deviden yang berbeda-beda. Di Indonesia terdapat perusahaan-perusahaan membagikan deviden secara teratur ataupun tidak teratur. Sedangkan perusahaan di US umumnya membagikan deviden *quartely*. Menurut Lease *et al.* (2000) tiga tanggal penting sehubungan dengan deviden, yaitu tanggal pengumuman deviden, tanggal ex-deviden, dan tanggal pembayaran deviden. Pada tanggal pengumuman, perusahaan mengumumkan besarnya deviden per lembar saham yang akan dibayarkan pada tanggal pembayaran deviden kepada para pemegang saham yang tercatat sampai

hari terakhir tanggal cum-dividen. Tanggal ex-dividen sekitar dua minggu setelah tanggal pengumuman dan sekitar dua minggu sebelum tanggal pembayaran. Menurut Horne (1998) tanggal ex-dividen adalah 3 hari kerja atau lebih sebelum melakukan pencatatan sehingga saham yang dibeli sebelum tanggal ex-dividen, hari terakhir tanggal cum-dividen masih dapat menerima pembagian dividen. Sedangkan saham yang dibeli pada tanggal ex-dividen tidak akan menerima pembagian dividen. Harga saham pada saat ex-dividen seharusnya lebih rendah dibandingkan dengan saat cum-dividen untuk mencerminkan hilangnya dividen. Sehingga dapat disimpulkan tanggal-tanggal penting sehubungan dengan dividen adalah sebagai berikut:

- Tanggal Pengumuman (*declaration date*)
Tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen yang sebelumnya telah disepakati dalam rapat.
- Tanggal Tanpa Dividen (*ex-dividend date*)
Tanggal pada saat hak atas dividen dilepaskan dari sahamnya dan waktunya adalah 3 hari kerja atau lebih sebelum melakukan pencatatan dan dua minggu setelah pengumuman atau dua minggu sebelum pembayaran. Jika saham dibeli setelah tanggal ini, maka tidak akan mendapatkan dividen. Sebelum tanggal ini, transaksi saham disebut sebagai cum-dividen.
- Tanggal Pencatatan (*record date*)
Tanggal atau hari terakhir pada saat perusahaan mencatat semua pemegang saham yang telah terdaftar agar berhak menerima dividen yang dibagikan.
- Tanggal Pembayaran (*payment date*)
Tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen kepada pemegang saham. Pembayaran biasanya dilakukan dua sampai empat minggu setelah pencatatan.

2.2. Konsep Pasar Efisien

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun mampu memperoleh *abnormal return* setelah disesuaikan dengan risiko, dengan

menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Adanya informasi baru dapat merubah nilai intrinsik suatu sekuritas namun harga sekuritas bergerak secara acak tanpa mengikuti pola yang ada, hal ini disebut *random walk*. Dengan adanya *random walk* berarti kita tidak dapat menggunakan harga sekuritas masa lalu untuk memprediksi harga masa depan dalam rangka untuk mendapatkan profit.

Kebanyakan dalam penelitian empiris diasumsikan bahwa pasar telah efisien sehingga pasar merespon dengan cepat segala informasi yang ada. Namun pada keadaan sebenarnya, informasi tertentu mungkin saja mempengaruhi harga saham dengan lebih cepat dibandingkan informasi lainnya. Untuk membedakan respon tersebut maka efisiensi pasar dibedakan menjadi tiga hipotesis, yaitu:

- *The weak form efficiency*
Hipotesis ini menyatakan bahwa harga saham saat ini merefleksikan harga saham masa lalu. Semua informasi berkaitan dengan harga-harga, transaksi volume, atau informasi pasar modal lainnya di masa lampau tidak ada gunanya sehingga analisis teknikal menjadi tidak berguna.
- *The semi-strong form efficiency*
Hipotesis ini menyatakan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi yang tersedia. Informasi dari segi fundamental yang baru datang akan langsung terlihat di harga sehingga tidak bisa dieksploitasi sehingga kebanyakan analisis keuangan menjadi tidak berguna.
- *The strong form efficiency*
Hipotesis ini menyatakan bahwa harga saham telah merefeksikan semua informasi yang telah diketahui oleh semua investor baik informasi publik ataupun informasi privat atau yang biasa disebut dengan *insider information* sehingga tidak mungkin ada yang bisa memperoleh keuntungan yang superior.

2.3. Faktor-faktor yang Dapat Dipengaruhi oleh Pengumuman Deviden

Setiap pengumuman mengandung suatu informasi yang dapat menimbulkan reaksi pasar. Demikian pula pengumuman deviden yang akan

dibagikan perusahaan. Besarnya deviden yang dibagikan perusahaan berbeda-beda merupakan suatu informasi yang disampaikan kepada investor. Terkadang jumlahnya mengalami kenaikan, penurunan ataupun bisa tetap tergantung dari keputusan perusahaan dalam mengalokasikan pendapatan yang diterimanya. Berdasarkan teori *signaling*, perubahan deviden memiliki informasi investasi masa depan perusahaan yang dapat dijadikan sinyal bagi investor. Contohnya kenaikan deviden dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan tidak akan melakukan ekspansi untuk tahun berikutnya. Sebaliknya penurunan deviden dapat dijadikan sinyal bahwa perusahaan membutuhkan dana untuk ekspansi. Pengumuman deviden perusahaan dapat mempengaruhi berbagai faktor seperti *abnormal return* saham dan aktivitas perdagangan saham yang dapat dilihat dari volume perdagangan saham dan frekuensi perdagangan saham.

2.3.1. *Abnormal Return Saham*

Lease *et al.* (2000) mengatakan bahwa perubahan deviden baik kenaikan ataupun penurunan deviden, pembagian deviden pertama kalinya, dan penghapusan pembagian deviden diumumkan secara teratur pada berbagai media yang berhubungan dengan keuangan. Umumnya harga saham bereaksi terhadap pengumuman tersebut. Pengumuman deviden tersebut mempunyai informasi yang dapat dijadikan sinyal oleh perusahaan. Sehingga pasar akan bereaksi terhadap pengumuman tersebut. Umumnya harga saham naik pada saat mengikuti kenaikan deviden ataupun pembagian deviden pertama kali oleh suatu perusahaan dan harga saham turun saat terjadi penurunan deviden ataupun penghapusan pembagian deviden. Hal ini terbukti dari contoh sampel sebelum penelitian empiris dilakukan yaitu Bethlehem Steel Corporation mengumumkan penghapusan deviden pada tanggal 29 Januari 1992. Harga sahamnya turun 14%, dari \$ 16.00 saat pengumuman menjadi \$ 13.75 sedangkan Procter & Gamble mengumumkan deviden tahunan meningkat dari \$ 1.80 menjadi \$ 2.02 pada tanggal 8 Juli 1997. Harga sahamnya naik dari \$ 72.06 menjadi \$ 74.69.

Pengumuman deviden umumnya mempengaruhi harga saham yang dapat dilihat dari *abnormal return* saham baik pada tanggal pengumuman deviden maupun di sekitar tanggal pengumuman deviden termasuk tanggal ex-deviden.

Hal ini terbukti dari banyaknya penelitian empiris yang telah membuktikan adanya pengaruh yang signifikan antara pengumuman deviden dengan harga saham.

Wahyu dan Ekawati (2002) menganalisis reaksi pemegang saham terhadap perubahan deviden. Namun dikhususkan untuk *dividend cut* atau pemotongan deviden tunai dibandingkan dengan deviden periode sebelumnya dan *dividend omission* atau penghapusan deviden pertama kalinya padahal sebelumnya melakukan pembagian deviden secara terus menerus. Dengan menggunakan sampel penelitian 52 perusahaan yang terdaftar di BEJ sejak tahun 1996 dan menghilangkan pengaruh krisis moneter yang terjadi pada tahun 1997, didapatkan 33 perusahaan melakukan *dividend cut* sedangkan 19 perusahaan melakukan *dividend omission* sehingga total sampel menjadi 52 perusahaan. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 60 hari untuk mengestimasi *expected return*. periode peristiwa 21 hari dengan tanggal pelaksanaan RUPS yang dilaporkan ke BEJ dianggap sebagai tanggal *event*. Tahap pertama pada penelitian ini adalah menguji apakah pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend cut* ataupun *dividend omission* menggunakan proksi *abnormal return* selama periode *event* dengan menggunakan *t-test*. Selanjutnya melakukan pengujian variabel-variabel karakteristik khusus perusahaan sebagai proksi dari kandungan informasi terhadap *abnormal return*. pengujian ini dilakukan apabila terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar periode peristiwa dengan menggunakan model regresi linier berganda. Kesimpulan dari penelitian Wahyu dan Ekawati adalah pemegang saham di BEJ bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend cut* dan *dividend omission*. Hal ini ditunjukkan dari munculnya *abnormal return* yang negatif dan signifikan pada hari pengumuman dengan tingkat keyakinan 90%. Hal tersebut sesuai dengan *signaling theory*. Selain itu pada saat 8 hari sebelum pengumuman muncul *abnormal return* yang negatif dan signifikan dengan tingkat keyakinan 99%. Hal ini diduga karena adanya kebocoran informasi yang diperoleh investor dari pihak dalam perusahaan. Kemudian pada saat 4 dan 5 hari sesudah pengumuman muncul juga *abnormal return* yang negatif dan signifikan. Hal ini diduga karena adanya penyebaran informasi yang belum merata kepada seluruh investor. Untuk

hasil pengujian variabel karakteristik khusus perusahaan, hanya fluktuasi *return* kumulatif sebelum pengumuman deviden dan *beta* yang signifikan, sedangkan persentase perubahan deviden dan ukuran perusahaan tidak signifikan.

Selain Wahyu dan Ekawati (2002), Raksitrianawan (2003) juga menganalisis pengumuman perubahan deviden baik kenaikan ataupun penurunan deviden, dan deviden tetap dengan menguji respon pasar terhadap pengumuman deviden pada saham-saham yang membagikan deviden tunai selama periode tahun 1999-2002 di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui respon pasar atau kecepatan pasar menangkap informasi pengumuman deviden kemudian merefleksikannya ke dalam pergerakan harga saham. Sampel yang digunakan sebagai obyek penelitian berjumlah 31 emiten. Metodologi yang digunakan terdiri dari dua tahapan yaitu tahapan *time series* dan tahapan *event study*. Tahapan *time series* digunakan untuk membuat model perhitungan *expected return* sebagai dasar pengukuran *abnormal return*. Sedangkan periode penelitian dibagi menjadi periode estimasi dan periode *event*. Periode estimasi adalah 101 hari perdagangan yang mendahului periode *event* dan periode *event* adalah 21 hari. Tanggal pengumuman deviden merupakan tanggal *event* ($t=0$). Pada tahapan *time series* digunakan program Eviews 3.0 untuk mengolah data menghasilkan model untuk menghitung *expected return*. Setelah itu dihitunglah nilai *average abnormal return* (AAR), *cumulative abnormal return* (CAR), *cumulative average abnormal return* (CAAR), *standarisasi abnormal return* (SAR), dan *standarisasi cumulative abnormal return* (SCAR) untuk setiap periode. Kemudian dibentuklah hipotesis dan dilakukan pengujian statistik dua arah dengan menggunakan distribusi t. Hipotesis yang diuji yaitu apakah *abnormal return* sama dengan nol yang berarti *event* tidak mempengaruhi perilaku return saham selama periode *event*, apakah terdapat respon pasar terhadap pengumuman deviden tunai yang diberikan secara konsisten selama periode tahun 1999-2002, apakah terdapat respon pasar yang positif terhadap pengumuman deviden yang diberikan secara konsisten tersebut, apakah respon pasar positif terhadap deviden yang naik terus, dan apakah respon pasar negatif terhadap deviden yang turun terus. Pengujian statistik untuk AAR secara keseluruhan menggunakan *z-test* karena sampel saham keseluruhan lebih besar dari 30. Sedangkan untuk pengujian berdasarkan saham

LQ-45 atau non LQ-45 menggunakan *t-test* karena jumlah sampelnya kurang dari 30. Kesimpulan umum dari penelitian ini yaitu:

- Secara agregat pasar bereaksi negatif dan signifikan terhadap pengumuman deviden yang dibagikan secara konsisten
- Respon pasar negatif pada hari *event* ($t=0$) untuk kelompok LQ-45 ataupun non LQ-45
- Respon pasar negatif namun tidak signifikan pada hari *event* ($t=0$) untuk kelompok yang devidennya naik terus secara konsisten
- Respon pasar negatif namun signifikan pada hari *event* ($t=0$) untuk kelompok yang devidennya turun terus secara konsisten
- Respon pasar negatif namun signifikan pada hari *event* ($t=0$) untuk kelompok yang devidennya bervariasi secara konsisten
- Besarnya CAAR untuk kelompok deviden yang naik terus dan yang turun terus adalah negatif. Padahal seharusnya untuk kelompok emiten yang devidennya naik terus CAAR bernilai positif, namun hal ini tidak terjadi dikarenakan oleh pasar melihat pengumuman deviden tersebut sebagai sinyal negatif mungkin karena adanya pengurangan laba di masa yang akan datang
- Besarnya CAAR untuk kelompok deviden yang naik terus lebih besar dibandingkan dengan kelompok deviden yang turun terus. Hal ini menunjukkan pasar merespon lebih negatif terhadap deviden yang terus naik

Sedangkan Siaputra dan Atmadja (2006) menganalisis pengaruh *ex-dividend date* terhadap perubahan harga saham di Bursa Efek Jakarta tanpa melihat pengaruh perubahan kenaikan atau penurunan deviden. Periode penelitian yang digunakan selama 30 hari, yaitu 15 hari sebelum *ex-dividend date* dan 15 hari sesudah *ex-dividend date* yang dianalisis dengan menggunakan metode *event study* melalui aplikasi uji beda dua rata-rata berpasangan. Pengambilan sampel berdasarkan *purposive sampling* dan didapatkan 24 emiten dengan berbagai kriteria berikut:

- Emiten yang listing di BEJ antara tahun 2001-2004

- Emiten yang secara konsisten dan terus-menerus membagikan deviden dari tahun 2001 hingga 2004
- Data tanggal pengumuman deviden selama periode tersebut terpublikasi di bursa atau media massa
- Kelengkapan data dan harga saham, serta deviden per lembar saham yang dibagikan emiten.

Pengujian kenormalan data dilakukan dengan melakukan serangkaian pengujian *Saphiro-Wilk test* untuk memastikan bahwa data telah terdistribusi normal. Selanjutnya pengujian hipotesis menggunakan metode *paired sample t-test* dengan tingkat kepercayaan 95%. *Paired sample t-test* dilakukan untuk membandingkan harga penutupan sebelum *ex-dividend date* dengan harga penutupan *sesudah ex-dividend date* dan besarnya nilai perubahan rata-rata harga penutupan saham pada saat sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan nilai nominal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai rata-rata harga saham sebelum *ex-dividend date* dan nilai rata-rata harga saham sesudah *ex-dividend date* secara statistik berbeda signifikan. Hal ini mengindikasikan adanya pergerakan harga saham yang signifikan selama periode observasi akibat adanya pengumuman deviden. Besarnya perubahan harga saham tersebut secara statistik tidak berbeda dengan nilai deviden per lembar saham yang dibagikan.

Kebanyakan hasil penelitian pengaruh pengumuman deviden terhadap harga saham adalah pengumuman deviden secara signifikan berpengaruh terhadap harga saham, namun Urooj dan Zafar (2008) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan antara pengumuman deviden terhadap harga saham pada *Karachi Stock Exchange*, yang merupakan salah satu bursa dengan kinerja terbaik di dunia dan menemukan hasil yang berbeda dari hasil dari kebanyakan penelitian lainnya. Dalam penelitiannya, pengumuman deviden dibagi menjadi positif, negatif, dan netral berdasarkan "*naive model*". Sampel yang dipilih adalah 152 perusahaan untuk periode Agustus 2004 hingga Februari 2007. Perusahaan yang hanya membagikan deviden sekali selama periode ini dikeluarkan dari sampel hingga akhirnya total pengumuman deviden yang ada sebanyak 480 pengumuman. Dengan menggunakan *event window* 21 hari dihitung *market returns* dan *abnormal returns*. Serta dilakukan perhitungan *Average Abnormal*

Returns (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Returns* (CAAR). CAAR lebih signifikan dibandingkan dengan AAR karena efek kumulatif dari *return* pada tiap harinya. Kemudian dilakukan pengujian *t-test* untuk menguji signifikansi. Untuk mengklasifikasikan perubahan deviden apakah termasuk positif, negatif, ataupun netral, maka perlu pengukuran *expected dividend*. Urooj menggunakan naive “*no change model*” dari Aharony dan Swary (1980). Model ini menyatakan bahwa manajer tidak merubah deviden kecuali mereka mengharapkan perubahan yang drastis di masa yang akan datang. Sehingga deviden yang diharapkan investor nilainya sama dengan nilai deviden yang dibagikan sebelumnya. Selanjutnya kenaikan deviden dianggap sebagai deviden positif, penurunan deviden dianggap sebagai deviden negatif, dan deviden yang tidak berubah dianggap sebagai netral deviden. Kesimpulan umum yang dihasilkan dari penelitian ini yaitu:

- pengumuman deviden tidak berdampak terhadap harga saham-saham dalam periode *event window* 21 hari. Hal ini disebabkan oleh perubahan deviden tidak dipertimbangkan sehingga dampak dari deviden negatif mendominasi dampak dari deviden positif hasilnya adalah secara keseluruhan berdampak negatif
- Harga saham tidak merespon pengumuman kenaikan deviden pada saat pengumuman. Sebelum pengumuman deviden, investor mengharapkan pengumuman kenaikan deviden sehingga AAR bernilai positif sebelum tanggal pengumuman. Namun satu hari sebelum pengumuman AAR bernilai negatif karena investor menjadi khawatir apakah deviden yang akan dibagikan sesuai yang diharapkan investor. CAAR signifikan dari hari ke -6 hingga hari ke 10. Hal ini menunjukkan bahwa deviden positif mulai mempengaruhi harga saham satu minggu sebelum pengumuman
- Pada tanggal pengumuman penurunan deviden, AAR bernilai negatif dan signifikan. Nilai AAR dan CAAR sebelum pengumuman adalah positif dan tidak signifikan. Lalu berubah menjadi negatif dan signifikan setelah pengumuman penurunan deviden. Hal ini menunjukkan setelah pengumuman penurunan deviden harga saham menjadi turun, begitu pula

dengan *return* saham yang menurun karena hal ini berlawanan dengan ekspektasi dari investor

- *Return* sebelum pengumuman deviden dan setelah pengumuman deviden adalah negatif dan tidak signifikan bila tidak terjadi perubahan pada harga saham. Hal ini disebabkan oleh harapan investor terhadap perubahan deviden yang positif namun ketika pengumuman deviden tetap, harga saham mengalami penyesuaian ke tingkat sebelumnya dan *return* menjadi negatif.

Selain Urooj dan Zafar (2008), Kurniawati (2003) juga menyimpulkan bahwa secara keseluruhan reaksi pasar di sekitar pengumuman deviden meningkat ataupun menurun menunjukkan reaksi yang tidak signifikan walaupun pasar di Bursa Efek Jakarta melakukan respon terhadap pengumuman deviden. Hal tersebut menunjukkan bahwa pelaku pasar dapat menangkap sinyal yang diberikan oleh perusahaan emiten yang mengumumkan pengumuman tersebut.

Banyak peneliti menganalisis pengaruh *event* lain yang mempengaruhi harga, selain *event* pengumuman deviden. Kebanyakan penelitian menggunakan *event* pengumuman laba, seperti dalam jurnal penelitian Cheung dan Sami (2000) yang menganalisis pengumuman laba terhadap harga saham untuk mengetahui reaksi harga dan volume perdagangan di sekitar pengumuman laba dengan menggunakan metode *event study*. Sampel yang digunakan adalah semua perusahaan yang terdaftar pada *Hong Kong Stock Exchange* (HKSE) untuk periode 1992-1995. Perusahaan dipisahkan antara perusahaan dengan saham *blue chip* dan *non-blue chip*. Menggunakan metode yang sama seperti dalam penelitian Morse (1981), *market model* untuk menghitung nilai *residual returns* tiap harinya dengan *event window* 31 hari. Kemudian menghitung *standardized residual returns* dengan cara membagi *residual returns* dengan standar deviasinya agar sampel yang satu dengan yang lain dapat diperbandingkan. *Standardized residual returns* diabsolutkan dan dirata-ratakan sehingga didapatkan *mean absolut standardized residual returns*. Kemudian dilakukan uji statistik menggunakan pengukuran *parametric chi-square* dan *non-parametric binomial test* untuk menganalisis perubahan harga tiap-tiap harinya. Uji binomial dilakukan agar terhindar dari hasil distribusi *residual returns* yang bias. Hasil dari pengujian *chi-*

square terhadap *residual returns* adalah signifikan pada hari ke -12, 0,1, dan 10. Kesimpulan umum dari penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Morse (1981) terhadap pasar US, yakni:

- Terdapat reaksi harga yang signifikan selama empat hari dari hari pengumuman laba hingga tiga hari setelah pengumuman tersebut
- Menunjukkan reaksi pasar yang sama untuk saham-saham *blue chip* dan *non-blue chip*
- Reaksi harga yang lebih besar untuk saham *non-blue chip* dibandingkan dengan saham *blue chip*

2.3.2. Volume Perdagangan Saham

Volume perdagangan saham merupakan jumlah saham yang ditransaksikan oleh investor pada waktu tertentu. Volume perdagangan mempunyai peran yang sangat penting dalam pasar keuangan. Manfaatnya adalah dapat memfasilitasi proses dari terbentuknya harga saham, dapat membantu investor untuk membagi *financial risks*, dan juga dapat memastikan perusahaan untuk meningkatkan dana investasi yang dibutuhkan. Metodologi *event study* berdasarkan volume perdagangan pertama kali diperkenalkan oleh Beaver (1968) untuk meneliti dampak pengumuman dari informasi akuntansi. Pengumuman deviden merupakan salah satu informasi akuntansi yang dapat mempengaruhi volume perdagangan saham pada saat pengumuman ataupun di sekitar periode pengumuman.

Umumnya penelitian untuk melihat reaksi investor terhadap suatu *event* menggunakan pengukuran berdasarkan *return* atau *return-based metrics*. Sedangkan pengukuran berdasarkan aktivitas perdagangan seperti pengukuran berdasarkan volume perdagangan atau *volume-based metrics* masih jarang dilakukan. Menurut Helmuth dan Robin (1998), kekurangan dari penggunaan pengukuran volume adalah volume perdagangan saham tidak hanya dipengaruhi oleh pengumuman perusahaan, namun dipengaruhi juga oleh heterogenitas dari ekspektasi investor. Sedangkan menurut Chae (2005) kurangnya teori *finance* yang berhubungan dengan volume perdagangan saham menyebabkan prediksi yang ambigu terhadap suatu *event* pengumuman oleh perusahaan. Dalam jurnal

penelitiannya disebutkan bahwa Kyle (1985) telah membuktikan bahwa volume perdagangan meningkat ketika terjadi asimetrik informasi. Hal ini disebabkan oleh *traders* yang mempunyai informasi berusaha untuk memanfaatkan informasi yang dimilikinya. Namun dalam penelitian Admati dan Pfleiderer (1988) ataupun dalam penelitian Foster dan Viswanathan (1990) membuktikan volume transaksi juga dapat menurun ketika terjadi asimetrik informasi. Hal ini disebabkan karena *liquidity traders* menunda transaksi sampai pengumuman benar-benar diumumkan. Kedua hasil penelitian tersebut menyebabkan ambiguitas akan teori volume perdagangan. Oleh karena itu dibutuhkan banyak penelitian mengenai volume perdagangan saham.

Penelitian mengenai analisis perilaku reaksi harga dan volume perdagangan saham terhadap pengumuman deviden telah dilakukan oleh Bandi dan Hartono (2000). Dalam jurnal penelitiannya, Asquith dan Mullins (1983) mengatakan bahwa selain laba mengandung informasi, pengumuman pembayaran deviden merupakan sumber informasi dan menyebabkan reaksi pasar kuat dan positif. Bandi dan Hartono ingin mengetahui apakah terdapat perbedaan reaksi harga dan volume dalam *event* lain selain *event* pengumuman laba. Dalam hal ini mereka memilih untuk meneliti *event* pengumuman deviden. Data yang digunakan dalam penelitian meliputi pengumuman deviden selama tahun fiskal 1994, 1995, dan 1996 untuk *return* saham dan volume perdagangan saham dalam tanggal perdagangan selama sebelas hari dari hari $t-5$ sampai dengan $t+5$. Total saham yang diperdagangkan harian pada BEJ dibagi dengan total saham yang beredar di BEJ, untuk menghasilkan persentase saham BEJ yang diperdagangkan. Pengukuran ini digunakan sebagai penyesuaian pasar (*market-adjusted*) kemudian diakumulasikan selama periode sebelas hari. *Abnormal volume* didapatkan dari hasil pengurangan antara persentase saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode t dengan persentase saham yang diperdagangkan di pasar secara keseluruhan pada periode t . Sedangkan *abnormal return* yang merupakan *return* penyesuaian pasar didapatkan berdasarkan pengurangan *return* perusahaan i pada periode t dengan *return* pasar pada periode t . Dalam menganalisis hubungan reaksi harga dengan volume menggunakan uji *Pearson product-moment coefficient of correlation*. Kesimpulan umum dari penelitian ini adalah reaksi

harga dan volume perdagangan secara statistik terjadi secara dependen, hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995). Penelitian ini juga menunjukkan bahwa pengumuman deviden menghasilkan reaksi volume yang berbeda dengan reaksi harga. Hal ini sesuai dengan teori yang mengatakan bahwa perubahan harga mencerminkan kepercayaan atau pengharapan pasar secara agregat sedangkan perubahan volume mencerminkan kepercayaan atau pengharapan investor individual.

Kebanyakan peneliti memilih pengumuman laba sebagai *event* penelitian sedangkan penelitian mengenai pengaruh pengumuman deviden terhadap volume perdagangan masih jarang dilakukan. Namun penelitian mengenai pengaruh pengumuman laba terhadap volume perdagangan saham dapat menjadi tambahan informasi untuk penelitian pengumuman deviden. Dengan melihat hubungan antara laba perusahaan dengan deviden. Deviden merupakan pembagian keuntungan kepada pemegang saham, yang besarnya bergantung kepada tingkat laba perusahaan. Kedua variabel tersebut merupakan informasi akuntansi yang saling terkait.

Cheung dan Sami (2000) melakukan penelitian untuk mengetahui reaksi harga dan volume perdagangan di sekitar pengumuman laba dengan menggunakan metode *event study*. Sehubungan dengan volume perdagangan, ia menggunakan *market model* untuk menghitung nilai *residual volume* tiap harinya dengan *event window* 31 hari. Kemudian menghitung *standardized residual volume* dengan cara membagi *residual volume* dengan standar deviasinya agar sampel yang satu dengan yang lain dapat diperbandingkan. Kemudian dilakukan uji statistik menggunakan pengukuran *parametric chi-square* dan *non-parametric binomial test*. Hasil dari pengujian *chi-square* adalah perubahan terbesar dari harga dan rata-rata *volume residuals* terjadi selama dua hari sejak tanggal pengumuman hingga hari pertama setelah pengumuman. Kesimpulan dari hasil penelitian sehubungan dengan volume perdagangan yaitu pengumuman laba berpengaruh terhadap volume perdagangan secara signifikan. Hal ini dapat dilihat dari reaksi volume perdagangan signifikan selama empat hari pada sekitar periode pengumuman laba yaitu satu hari sebelum pengumuman hingga dua hari setelah pengumuman.

Sedangkan untuk mengetahui pengukuran mana yang sebaiknya digunakan dalam penelitian, Cready dan Hurtt (2002) mengevaluasi *return-based* dan *volume-based metrics* pada periode pengumuman laba. Sampel yang digunakan adalah 49,274 pengumuman laba antara 1 Januari 1983 hingga 31 Desember 1992. Dengan mengasumsikan bahwa tidak ada reaksi investor terhadap pengumuman laba adalah salah. Kemudian dilakukan pengujian *cross-sectional t-tests*, hasilnya adalah tingkat penolakan terhadap H0 adalah signifikan dan lebih tinggi menggunakan *volume-based metrics* dibandingkan dengan menggunakan *return-based metrics*. Namun kedua pengukuran tersebut saling melengkapi sehingga menguji reaksi pasar berdasarkan kedua pengukuran tersebut akan lebih akurat dibandingkan jika hanya menggunakan salah satu pengukuran. Kesimpulan dari penelitian Cready dan Hurtt adalah:

- Pengukuran *volume-based metrics* berdasarkan jumlah transaksi, mempunyai kekuatan yang lebih dibandingkan dengan *return-based metrics* dalam hal pengujian reaksi investor terhadap suatu informasi
- Dengan menambahkan *return-based metrics* dalam pengukuran *volume-based metrics* dapat meningkatkan kekuatan desain pengujian untuk menguji reaksi investor.

Namun kesimpulan ini relevan jika sampel penelitian dalam jumlah kecil. Dari penelitian ini juga disarankan sebelum menyimpulkan bahwa investor tidak merespon suatu informasi, peneliti harus melakukan pengukuran *volume-based metrics* terlebih dahulu.

Selain penelitian di atas, untuk menjawab abiguitas dari teori *finance* sehubungan dengan volume perdagangan, Chae (2005) meneliti mengenai volume perdagangan, asimetrik informasi, dan *timing* informasi. Dalam penelitiannya, Chae membagi pengumuman menjadi dua jenis yaitu *scheduled announcements* dan *unscheduled announcements*. Yang termasuk *scheduled announcement* adalah pengumuman laba sedangkan yang termasuk *unscheduled announcements* adalah pengumuman akuisisi, target perusahaan, dan rating obligasi yang dipublikasikan oleh Moody's. Data yang digunakan berasal dari database I/B/E/S untuk tahun 1986 hingga tahun 2000. Diantara banyak pengukuran volume perdagangan, Chae memilih untuk menggunakan *log turnover*. *Raw turnover* adalah volume

perdagangan dibagi dengan jumlah lembar saham beredar. Perbedaan antara *log turnover* selama periode pengujian dengan periode estimasi merupakan *abnormal trading volume*. Pengujian dilakukan terhadap empat hipotesis yaitu:

- Menguji perbedaan volume perdagangan sebelum *scheduled announcements* dan *unscheduled announcements*. Dengan membandingkan *abnormal trading volume* sebelum *scheduled announcements* dan *unscheduled announcements*, didapatkan kesimpulan *cumulative trading volume* menurun lebih dari 15% sebelum *scheduled announcements*, namun meningkat secara stabil sebelum *unscheduled announcements*. Hal ini menunjukkan bahwa perilaku perdagangan investor bergantung kepada *timing* dari informasi.
- Menguji hubungan antara penurunan volume perdagangan sebelum *scheduled announcement* dengan asimetrik informasi. Dengan meregresikan *abnormal trading volume* pada setiap pengumuman menggunakan proksi berupa ukuran perusahaan, *analyst coverage*, *bid-ask spread*, dan dummy industri. Kemudian dilakukan uji statistik *wald test* dan disimpulkan bahwa asimetrik informasi mempengaruhi penurunan volume perdagangan sebelum *scheduled announcements*.
- Menguji hubungan yang positif antara asimetrik informasi sebelum *scheduled announcements* dengan *abnormal trading volume* setelah pengumuman tersebut. Dengan melakukan analisis regresi dan uji statistik *Wald test* disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara asimetrik informasi dengan volume perdagangan sebelum pengumuman laba dan terdapat hubungan yang positif antara asimetrik informasi dengan volume perdagangan setelah pengumuman laba.
- Menguji apakah *market makers* harus menaikkan sensitivitas harga hanya pada saat sebelum pengumuman. Pengukuran sensitivitas dilakukan dengan cara meregresikan *return on sign order flow*. Ternyata sensitivitas harga secara signifikan berbeda-beda pada setiap pengumuman sehingga disimpulkan bahwa *market makers* harus menaikkan harga sebelum pengumuman baik pada *scheduled* ataupun *unscheduled announcements*.

2.3.3. Frekuensi Perdagangan Saham

Frekuensi perdagangan saham menunjukkan seberapa sering investor melakukan transaksi perdagangan. Berbagai macam pengukuran dapat digunakan untuk mengukur aktivitas perdagangan saham. Namun pengukuran yang paling sering digunakan yaitu dengan menggunakan volume perdagangan, *bid-ask spread*, dan frekuensi perdagangan.

Penelitian mengenai pengaruh suatu *event* terhadap frekuensi perdagangan masih jarang dilakukan. Sampai saat ini belum ditemukan literatur yang meneliti mengenai pengaruh pengumuman deviden terhadap frekuensi perdagangan. Namun terdapat literatur yang meneliti pengaruh *stock split* terhadap frekuensi perdagangan saham. *Stock split* juga merupakan suatu *event* yang mengandung informasi dan menyebabkan adanya reaksi pasar. Sehingga literatur ini dapat digunakan sebagai jurnal pendukung untuk meneliti pengaruh pengumuman deviden terhadap frekuensi perdagangan saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Guo *et al.* (2008) bertujuan untuk menganalisis pengaruh *stock split* terhadap karakteristik pasar pada *Tokyo Stock Exchange*. Sampel yang digunakan dibatasi untuk saham-saham pada *Tokyo Stock Exchange* (TSE) yang melakukan *stock split* dan mempunyai faktor lebih besar dari 1.5 untuk periode 1996 hingga 2005 serta harga sahamnya kurang dari JP Yen 30,000 sebelum melakukan *stock split*. Sehingga jumlah sampel yang menjadi obyek penelitian terdiri dari 138 *stock split*. *Event window* yang digunakan adalah 120 hari. Untuk menganalisis aktivitas perdagangan digunakan tiga pengukuran yaitu frekuensi perdagangan, ukuran perdagangan, dan volume perdagangan harian. Jumlah dari *quotation* dibedakan pada *ask* dan *bid*. Pada setiap aktivitas perdagangan dihitung nilai rata-rata dan nilai tengah atau median selama periode *pre-split* dan *post-split*. Kesimpulan umum dari penelitian ini adalah *stock split* dapat meningkatkan aktivitas perdagangan dan likuiditas pasar, namun *stock split* mengurangi asimetrik informasi dan probabilitas dari *informed trading*.

Nilai rata-rata dari frekuensi perdagangan meningkat 41% secara signifikan dari 132 saat periode *pre-split* menjadi 182 saat periode *post-split*. Nilai median meningkat 42% secara signifikan dari 69 saat periode *pre-split* menjadi

121 saat periode *post-split* dengan tingkat kepercayaan 99%. Sedangkan ukuran perdagangan dan menurun secara signifikan dari nilai rata-rata 575 lembar selama *pre-split* menjadi 360 lembar selama periode *post-split* dan volume perdagangan tidak berubah secara signifikan. Hal ini mendukung teori *trading range hypothesis*, dimana penurunan harga saham menarik para investor kecil untuk ikut berpartisipasi dalam perdagangan sehingga menyebabkan kenaikan frekuensi perdagangan dan penurunan ukuran perdagangan.

Rata-rata harian dan median frekuensi perdagangan pada *ask* dan *bid* meningkat secara signifikan. Rata-rata frekuensi perdagangan pada *ask* meningkat dari 69 menjadi 92 dan median meningkat dari 35 menjadi 59. Sedangkan frekuensi perdagangan pada *bid* meningkat dari 64 menjadi 91 dan median 34 menjadi 61. Hal ini mendukung *signaling hypothesis*, dimana investor lebih tertarik untuk membeli saham dibandingkan dengan menjual saham.

2.4. Variabel Kontrol yang Berpengaruh Terhadap Variabel Dependen

Setiap investor membutuhkan informasi risiko berkenaan dengan investasi yang dimilikinya. Berdasarkan teori CAPM, *beta* dari saham merupakan pengukuran risiko perusahaan yang berguna bagi investor untuk mendiversifikasi portofolio saham mereka. Umumnya cara yang digunakan untuk mengestimasi nilai *beta* adalah dengan analisis regresi berdasarkan *market model*.

Dalam buku Scott (2003) terdapat penelitian Beaver *et al.* (1970), yang pertama kali menganalisis hubungan antara *beta* dengan laporan keuangan perusahaan yang berdasarkan pengukuran risiko. Dengan menggunakan 307 sampel dari perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* selama dua periode yaitu 1947-1956 dan 1957-1965, mereka menggunakan analisis regresi *market model* untuk mengestimasi *beta* dari tiap sampel perusahaan pada tiap periode. Kemudian mereka menghitung berbagai macam pengukuran risiko laporan keuangan pada periode yang sama. Pengukuran variabel risiko yang digunakan adalah *dividend payout*, *leverage*, dan *earnings variability*. Kesimpulan yang didapatkan dari penelitian tersebut adalah variabel yang mempunyai korelasi terbesar merupakan variabel yang terbaik untuk memprediksi *beta* saham.

Risiko-risiko yang mempengaruhi reaksi dari investor terhadap pengumuman deviden akan diperhitungkan variabel dalam melakukan analisis regresi. Reaksi investor dalam penelitian ini dilihat dari *abnormal return*, volume perdagangan saham, dan frekuensi perdagangan saham yang merupakan variabel dependen. Namun karena kebanyakan penelitian hanya melihat reaksi investor melalui sisi *return*, maka dari penelitian terdahulu beberapa variabel risiko yang paling umum digunakan dalam penelitian dikaitkan dengan *return* ataupun *abnormal return* perusahaan. Beberapa variabel risiko dari penelitian terdahulu yaitu:

- Kurs USD

Pengaruh nilai tukar Rupiah terhadap USD adalah jika semakin menguat nilai tukar rupiah terhadap USD berarti Rupiah mengalami apresiasi, maka *return* saham akan semakin tinggi karena perekonomian akan semakin membaik dan menarik investor untuk berinvestasi di dalam negeri. Variabel ini digunakan dalam penelitian Raksitrianawan (2003).

- Tingkat bunga

Banyak studi yang membuktikan secara empiris bahwa *return* saham jangka pendek dan jangka panjang dapat diprediksi dengan menggunakan beberapa variabel pasar dan tingkat bunga. Lestari (2005) menganalisis pengaruh variabel makro terhadap *return* saham di BEJ. Variabel makro ekonomi yang dianalisis terdiri dari tingkat bunga, tingkat inflasi, dan kurs valuta asing. Kesimpulan dari penelitian Lestari adalah bahwa ternyata variabel makro berpengaruh cukup signifikan terhadap fluktuasi harga saham, tetapi untuk mempengaruhinya dibutuhkan *time lag* antara satu sampai tiga bulan. Perbedaan pola hubungan antara tiga variabel makro ini nampaknya dipengaruhi oleh faktor perbedaan perilaku data. Untuk variabel tingkat bunga dan inflasi pada umumnya lebih banyak ditentukan oleh Bank Sentral yaitu melalui kebijakan SBI dan target inflasi. Oleh karena itu pasar modal tidak bisa mempengaruhi dalam jangka panjang, tetapi hanya bersifat temporer. Hal ini agak berbeda dengan pasar valuta asing, dimana kurs dan harga saham mempunyai sifat yang sama-sama berfluktuasi dan tidak ada lembaga penentu yang

mengendalikan sehingga hubungan timbal balik berlangsung dalam jangka panjang.

- *Firm size* atau ukuran perusahaan

Nilai dari *firm size* didapatkan dari pengalihan antara harga saham dengan jumlah saham beredar. Variabel ini digunakan dalam penelitian Wahyu dan Ekawati (2002) serta disebutkan pula bahwa Eddy dan Seifert (1988) telah membuktikan secara empiris bahwa reaksi pemegang saham terhadap pengumuman pembayaran kenaikan deviden lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar. Hal ini disebabkan karena informasi-informasi yang ada di pasar mengenai perusahaan-perusahaan kecil sangat terbatas sehingga pengumuman yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil menimbulkan reaksi yang besar. Berdasarkan bukti tersebut diduga bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki arah yang berlawanan dengan *abnormal return*.

- Risiko perusahaan (*Beta*)

Risiko yang dihadapi setiap perusahaan berbeda-beda. Risiko tersebut berdampak terhadap kondisi bisnis perusahaan terutama dari segi financial. Hal tersebut sangat penting bagi pasar yang efisien, semakin tinggi hutang perusahaan maka harga saham akan naik sewaktu kondisi bisnis perusahaan meningkat dan berdampak terhadap indeks pasar yang dapat naik ataupun turun. Secara umum menurut Scott (2009) faktor risiko terbagi atas faktor risiko internal dan faktor risiko eksternal. Yang termasuk faktor internal yaitu *customer service*, *sales blend*, strategi pemasaran, pembukaan ataupun penutupan toko, beban gaji, beban periklanan, beban dari sistem operasi perusahaan, tingkat persediaan, investasi *capital expenditure*, jumlah dan kekuatan dari *franchise store*, nilai hutang dibandingkan dengan ekuitas perusahaan, dan divisi baru perusahaan. Sedangkan yang termasuk dalam faktor risiko eksternal yaitu lingkungan pelanggan, persaingan, musim, cuaca, sumber pengadaan persediaan, nilai tukar mata uang, tingkat bunga, kemampuan untuk membeli saham biasa milik perusahaan, dan informasi perdagangan saham yang tersedia. Risiko-risiko tersebut berpengaruh terhadap pendapatan

perusahaan yang mencerminkan kondisi bisnis perusahaan dan secara tidak langsung akan mempengaruhi besarnya deviden yang akan dibagikan perusahaan. Variabel risiko perusahaan digunakan dalam penelitian Wahyu dan Ekawati. Dalam jurnal penelitiannya disebutkan bahwa Eades (1982) telah membuktikan secara empiris bahwa reaksi pasar terhadap perubahan deviden yang tidak diharapkan memiliki fungsi positif dari risiko perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin besar risiko perusahaan, semakin besar pula reaksi pemegang saham. Oleh karena itu *beta* dan *abnormal return* mempunyai hubungan yang positif.

