

**REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP
PENGUMUMAN PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI
DI BURSA EFEK JAKARTA**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :
GOLDA ZAINAFREE
NIM. C4A003151**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2005

PERSETUJUAN RANCANGAN USULAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa
Rancangan usulan penelitian berjudul :

REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP PENGUMUMAN PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI DI BURSA EFEK JAKARTA

Yang disusun oleh Golda Zainafree, NIM C4A003151
Telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. Imam Ghozali, MCom, Akt

Drs. Mulyo Haryanto, MSi



SERTIFIKASI KEASLIAN TESIS

“Saya, **Golda Zainafree**, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya”.

Golda Zainafree

September 2005

DAFTAR ISI

Halaman

Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan Tesis	iii
Motto dan Persembahan	iv
<i>Abstract</i>	v
Abstraksi	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii
Daftar Rumus	vi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Kegunaan Penelitian	6
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	7
2.1 Telaah Pustaka	7
2.1.1 Efisiensi Pasar	7
2.1.2 Teori Sinyal dan Asimetri Informasi	8
2.1.3 <i>Event Study</i>	9
2.1.4 Kandungan Informasi (<i>information content</i>)	10
2.1.5 Dividen	11
2.1.6 Dividen sebagai Sinyal (<i>Dividend Signaling Theory</i>)	13
2.1.7 <i>Return</i>	15
2.1.8 <i>Abnormal Return</i>	16
2.1.9 Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai	18
2.2 Penelitian Terdahulu	22
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	25
2.4 Hipotesis	26
2.5 Definisi Operasional Variabel	27
BAB III METODE PENELITIAN	29
3.1 Jenis dan Sumber Data	29
3.1.1 Jenis Data	29
3.1.2 Sumber Data	29
3.2 Populasi dan Sampel	29

3.3	Periode Pengamatan.....	30
3.4	Teknik Analisis Data.....	31
3.4.1	Tahap-tahap Analisis	31
3.4.2	Teknik Pengujian Hipotesis	32
3.4.3	Langkah-langkah Pengujian Hipotesis	33
BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....		40
4.1	Deskripsi Obyek Penelitian.....	40
4.2	Deskripsi Statistik	40
4.3	Analisis Data	42
4.3.1	Uji Normalitas.....	42
4.3.2	Uji Hipotesis	43
4.3.2.1	Uji Hipotesis-1	43
4.3.2.2	Uji Hipotesis-2	46
4.3.2.3	Uji Hipotesis-3	48
4.3.2.4	Uji Hipotesis-4	50
4.4	Pembahasan.....	52
4.4.1	Uji Hipotesis-1	52
4.4.2	Uji Hipotesis-2	55
4.4.3	Uji Hipotesis-3	58
4.4.4	Uji Hipotesis-4	60
BAB V PENUTUP		62
5.1	Kesimpulan	62
5.2	Implikasi Kebijakan	63
5.3	Keterbatasan Penelitian.....	64
5.4	Saran	64

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Jumlah Perusahaan yang Membagi Dividen di Bursa Efek Jakarta Selama Tahun 2001-2004.....	2
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu <i>Event Study</i> Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai.....	23
Tabel 4.1 <i>Deskriptive Statistic</i> AARPST Dividen Tunai 2001-2004	41
Tabel 4.2 Pengujian Normalitas Data AARPST Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai 2001-2004	42
Tabel 4.3 Hasil Pengujian AARPST & CAARPST Dividen Tunai Naik Selama <i>Event Period</i>	44
Tabel 4.4 Hasil Pengujian AARPST & CAARPST Dividen Tunai Turun Selama <i>Event Period</i>	47
Tabel 4.5 Hasil Pengujian AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Tetap Selama <i>Event Period</i>	49
Tabel 4.6 Hasil Uji Statistik Beda antara AARPST dan CAARPST \ Dividen Tunai Naik dan Dividen Tunai Turun 2001-2004.....	51

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	25
Gambar 4.1 Grafik Pergerakan AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Naik Selama <i>Event Period</i>	53
Gambar 4.2 Grafik Pergerakan AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Turun Selama <i>Event Period</i>	56
Gambar 4.3 Grafik Pergerakan AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Tetap Selama <i>Event Period</i>	58

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus-1 <i>Return</i> Realisasi Saham Individual ($RETH_{it}$)	33
Rumus-2 <i>Return</i> Indeks Pasar Saham ($RETPBN_t$).....	33
Rumus-3 <i>Return</i> Ekspektasi Saham [$E(RETH_{i,t})$]	34
Rumus-4 <i>Abnormal Return</i>	34
Rumus-5 <i>Cumulative Abnormal Return</i>	34
Rumus-6 <i>Average Abnormal Return</i>	35
Rumus-7 Standar Deviasi	35
Rumus-8 <i>Standarized Abnormal Return</i>	35
Rumus-9 t hitung	36
Rumus-10 <i>Average Abnormal Return</i> (AARPST) Naik.....	37
Rumus-11 <i>Average Abnormal Return</i> (AARPST) Turun.....	37
Rumus-12 Standar Deviasi Dividen Naik	37
Rumus-13 Standar Deviasi Dividen Turun	38
Rumus-14 t hitung	38

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Perusahaan yang Membayar Dividen Tunai Naik 2001-2004
- Lampiran 2 Perusahaan yang Membayar Dividen Tunai Turun 2001-2004
- Lampiran 3 Perusahaan yang Membayar Dividen Tunai Tetap 2001-2004
- Lampiran 4 RETH Dividen Tunai Naik 2001-2004
- Lampiran 5 RETH Dividen Tunai Turun 2001-2004
- Lampiran 6 RETH Dividen Tunai Tetap 2001-2004
- Lampiran 7 E(RET)H Dividen Tunai Naik 2001-2004
- Lampiran 8 E(RET)H Dividen Tunai Turun 2001-2004
- Lampiran 9 E(RET)H Dividen Tunai Tetap 2001-2004
- Lampiran 10 ARPST Dividen Tunai Naik 2001-2004
- Lampiran 11 ARPST Dividen Tunai Turun 2001-2004
- Lampiran 12 ARPST Dividen Tunai Tetap 2001-2004
- Lampiran 13 *Descriptive Statistic* ARPST Dividen Tunai 2001-2004
- Lampiran 14 *One Sample T-Test* AARPST Dividen Tunai Naik 2001-2004
- Lampiran 15 *One Sample T-Test* AARPST Dividen Tunai Turun 2001-2004
- Lampiran 16 *One Sample T-Test* AARPST Dividen Tunai Tetap 2001-2004
- Lampiran 17 *One Sample T-Test* CAARPST Dividen Tunai Naik 2001-2004
- Lampiran 18 *One Sample T-Test* CAARPST Dividen Tunai Turun 2001-2004
- Lampiran 19 *One Sample T-Test* CAARPST Dividen Tunai Tetap 2001-2004
- Lampiran 20 *Paired Sample T-Test* AARPST Dividen Tunai Naik-Turun
- Lampiran 21 *Paired Sample T-Test* CAARPST Dividen Tunai Naik-Turun

PERSETUJUAN DRAFT TESIS

yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul :
**REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP
PENGUMUMAN PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI
DI BURSA EFEK JAKARTA**

yang disusun oleh Golda Zainafree, NIM C4A003151
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. Imam Ghozali, MCom, Akt

Drs. Mulyo Haryanto, MSi

PENGESAHAN TESIS

yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
**REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP
PENGUMUMAN PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI
DI BURSA EFEK JAKARTA**

yang disusun oleh Golda Zainafree, NIM C4A003151
telah dipertahankan di didepan Dewan Penguji pada tanggal 27 September 2005
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. Imam Ghozali, MCom, Akt

Drs. Mulyo Haryanto, MSi

Semarang, 07 Oktober 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This purpose of this research is to investigate the reaction of stock price toward announcement of cash dividend payment. The other purpose of this research is to investigate the difference between the reaction of stock price from the increase and the decrease of the announcement of cash dividend payment. This research uses 76 samples of cash dividend public companies during 2001-2004 in which consist of 24 firms that pay the increase cash dividend, 24 firms that pay the decrease cash dividend, and 28 firms that pay the constant cash dividend. This research uses event study approach, in which the reaction of stock price is shown by the significant abnormal return during event period, at five days before($t-5$), at the day (t_0), and five days after the date of cash dividend announcement.

This research based on the secondary data collected from Jakarta Stock Exchange (JSX). As much as 76 firms listed in the Jakarta Stock Exchange were taken as sample using purposive sampling method. The data that used in this study were the announcement date of cash dividend, dividend per share and abnormal return.

The result of this research shows that the reaction of stock price is positive toward the increase of cash dividend announcement, negatif toward the constant of cash dividend announcement and there's no significant abnormal return in decrease of cash dividend announcement. This result indicates that the increase of cash dividend announcement and the constant of dividend announcement has information content. The other result of this research shows that there is no differences between the reaction of stock price toward the increase of cash dividend announcement and the decrease of cash dividend announcement.

Keyword : abnormal return, event study, dividend changes

ABSTRAKSI

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui reaksi harga saham dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap. Tujuan lainnya adalah untuk menguji perbedaan reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik dan pengumuman pembayaran dividen tunai turun. Penelitian ini menggunakan pendekatan *event study*, dimana dilakukan pengamatan terhadap *abnormal return* selama *event period*, yaitu 5 hari sebelum pengumuman sampai dengan 5 hari setelah pengumuman.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 76 perusahaan yang terdaftar di BEJ dan mengumumkan dividen tunai pada tahun 2001-2004. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yang terdiri dari 24 perusahaan yang membayar dividen tunai naik, 24 perusahaan yang membayar dividen turun dan 28 perusahaan yang membayar dividen tunai tetap. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi, data perusahaan yang membayar dividen tunai pada tahun 2001-2004, tanggal pengumuman dividen tunai, dividen per lembar saham, dan data *abnormal return*.

Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis 1, 2 dan 3 adalah *one sample t-test*, dan untuk menguji hipotesis 4 adalah *paired sample t-test*. Model yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* adalah *Single Index Market Model (SIMM)*.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa (1) reaksi harga saham positif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai naik, terjadi pada 3 hari setelah pengumuman, (2) Harga saham tidak bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai turun, (3) Reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap, terjadi pada 4 hari sebelum pengumuman dan (4) Reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik tidak berbeda secara signifikan terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai turun. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman pembayaran dividen tunai naik dan pengumuman pembayaran dividen tunai tetap mempunyai *information content*.

Keyword : *abnormal return, event study, dividend changes*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dalam melakukan investasi, setiap investor selalu mengharapkan tingkat keuntungan yang akan diperoleh (*expected return*) untuk suatu periode tertentu di masa yang akan datang atas investasinya. Tujuan investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan dari dana yang diinvestasikan. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*.

Dividen merupakan pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh karena harga jual saham lebih tinggi daripada harga belinya. Bagi investor yang bertujuan mendapatkan *capital gain* juga memerlukan informasi tentang dividen, karena dividen merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi harga saham. Oleh karena itu perusahaan yang sudah *go public* mempunyai kewajiban untuk memberikan informasi mengenai kinerjanya kepada investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibayarkan (Mulyati, 2000).

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang penting dan harus dipertimbangkan matang-matang oleh manajemen, karena kebijakan dividen akan melibatkan kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya. Pada hakikatnya kebijakan dividen

merupakan penentuan berapa banyak laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk reinvestasi (Husnan, 1998).

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi dalam pasar modal yang efisien. Informasi yang relevan ini dapat mempengaruhi harga sekuritas di pasar modal, seperti yang dinyatakan oleh Jogiyanto (2000), bahwa kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah dengan melihat hubungan antara harga dan informasi. Pengumuman dividen menjadi dasar bagi investor untuk memperkirakan pendapatan perusahaan dan juga pendapatan yang diharapkan.

Jumlah perusahaan yang membagi dividen tunai yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 2001 sampai dengan 2004 dapat dilihat pada tabel 1.1 berikut ini.

Tabel 1.1 Jumlah Perusahaan yang Membagi Dividen di Bursa Efek Jakarta Selama Tahun 2002-2004

Th	Emiten	Dividen Naik	Dividen Turun	Dividen Tetap
2002	106	72 (68%)	26 (24,5%)	8 (7.5%)
2003	125	81 (64,8%)	32 (25,6%)	12 (9,6%0)
2004	126	76 (60,32%)	33 (26,2%)	17 (13,5%)

Sumber : *JSX Statistic 2001-2004* (data yang diolah)

Informasi tentang naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan merupakan salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi para investor, karena dalam informasi tersebut mengandung muatan informasi (*information content*) yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh suatu perusahaan di masa yang akan datang (Prasetiono, 2000).

Pada publikasi dividen, informasi kenaikan dan penurunan dividen dapat dipandang sebagai isyarat positif atau negatif oleh investor. Publikasi dividen yang menyatakan bahwa perusahaan memutuskan untuk membayar dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya ditafsirkan oleh pasar sebagai sinyal positif, sebab publikasi ini menaikkan ekspektasi investor tentang pendapatan masa depan perusahaan. Sebaliknya, publikasi dividen yang menyatakan pembagian lebih rendah dari tahun sebelumnya dianggap sebagai isyarat negatif, sebab investor menduga bahwa emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan di masa depan. Reaksi pasar terhadap informasi dalam publikasi ditunjukkan oleh adanya perubahan harga saham. Perubahan harga saham, umumnya dinyatakan dengan ukuran *abnormal return* (Amirudin, *et al*, 2003). Apabila *abnormal return* digunakan sebagai pengukur reaksi harga saham, maka pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi bila memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi bila tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada pasar (Mulyati, 2003). Sedangkan menurut Utami (2000) pengumuman dividen tanpa pengkategorian ada tidaknya perubahan dividen tidak membuat perubahan harga saham. Artinya pelaku pasar belum menganggap informasi pembagian dividen sebagai informasi yang mampu mempengaruhi reaksi pasar.

Penelitian mengenai dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen mengandung informasi bagi pasar memberikan hasil yang berlainan. Watts (1973) dan Gonedess (1978) dalam Mulyati (2003) dalam penelitiannya tidak

menemukan bukti bahwa pengumuman dividen mengandung informasi, hal ini ditunjukkan dengan *abnormal return* yang diberikan kepada pasar tidak signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980), Woolridge (1982), Petit (1972), Asquith dan Mullins (1983), Eades, Hess dan Kim (1984) yang dikutip oleh Mulyati (2003) mendukung bahwa pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan mengandung informasi, hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan.

Beberapa penelitian untuk mengetahui kandungan informasi dari publikasi dividen pernah dilakukan di Indonesia, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Amiruddin *et al* (2003). Pada penelitian tersebut tidak menjelaskan bagaimana reaksi harga saham pada dividen yang tidak mengalami kenaikan atau penurunan dibanding tahun sebelumnya. Disarankan bagi penelitian selanjutnya untuk meneliti reaksi harga saham pada saham yang tidak mengalami kenaikan atau penurunan dividen (dividen tetap). Selain itu penelitian juga pernah dilakukan oleh Mulyati (2003). Pada penelitian Mulyati (2003) periode pengamatan hanya selama dua tahun yaitu tahun 1995-1996. Pada penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode penelitian untuk memberikan hasil yang lebih baik.

Berdasarkan saran dan hasil yang berlainan dari penelitian terdahulu, maka perlu untuk dilakukan penelitian lebih lanjut. Penelitian yang pernah dilakukan terdahulu hanya menguji reaksi harga saham dari pengumuman perubahan pembayaran dividen tunai naik dan turun. Sedangkan dalam penelitian ini juga akan diuji reaksi harga saham dari pengumuman pembayaran dividen tunai tetap serta menggunakan periode penelitian yang lebih panjang.

1.2 Perumusan Masalah

Informasi tentang naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan merupakan salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi para investor, karena dalam informasi tersebut mengandung muatan informasi (*information content*) yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh suatu perusahaan di masa yang akan datang. Sementara penelitian mengenai perubahan dividen mengandung informasi bagi pasar memberikan hasil yang berlainan. Ada penelitian yang menyatakan bahwa perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi tetapi ada juga penelitian yang menyatakan sebaliknya yaitu perubahan pembayaran dividen tidak mempunyai kandungan informasi.

Perbedaan hasil penelitian dari beberapa penelitian terdahulu tersebut merupakan *research gap* dalam penelitian ini. Sedangkan *research question* yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah reaksi harga saham positif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai naik?
2. Apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai turun?
3. Apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap?
4. Apakah pengumuman pembayaran dividen tunai naik akan menimbulkan reaksi harga saham yang berbeda secara signifikan dengan pengumuman pembayaran dividen tunai turun?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Menguji apakah reaksi harga saham positif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai naik.
2. Menguji apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai turun.
3. Menguji apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap.
4. Menguji apakah pengumuman pembayaran dividen tunai naik akan menimbulkan reaksi harga saham yang berbeda secara signifikan dengan pengumuman pembayaran dividen tunai turun.

1.4 Kegunaan Penelitian

1. Bagi investor dan calon investor, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dalam membuat keputusan bisnis yang berkaitan dengan perubahan harga saham akibat perubahan dividen.
2. Bagi emiten, penelitian ini diharapkan mampu memberikan masukan dan sebagai acuan dalam membuat keputusan berkaitan dengan perubahan dividen, yaitu apakah tindakan perusahaan menaikkan atau menurunkan dividen ditanggapi oleh investor sebagai sinyal positif atau tidak.
3. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan referensi dalam melakukan penelitian selanjutnya mengenai reaksi harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Efisiensi Pasar

Secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi tercermin pada harga sekuritas, maka pasar modal akan semakin efisien. Dengan demikian akan sulit (atau bahkan hampir tidak mungkin) bagi para pemodal untuk memperoleh keuntungan diatas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisien dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisien informasional (Husnan, 1998).

Husnan (1998) mengklasifikasikan informasi yang relevan dengan suatu saham, dalam 3 tipe yaitu (i) informasi dalam bentuk perubahan harga di waktu lalu, (ii) informasi yang dipublikasikan, (iii) informasi yang dipublikasikan dan yang belum dipublikasikan (*private information*) yang diperoleh dari *insider information*. Berdasarkan jenis informasi yang digunakan sebagai basis penilaiannya, Copeland (1995) menggolongkan efisiensi pasar modal dalam tiga tingkatan yaitu :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form efficiency*)

Jenis informasi yang digunakan sebagai basis pengujian bentuk lemah adalah rangkaian perubahan harga historis. Dalam keadaan dimana pasar modal efisien bentuk lemah, pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di

atas normal (*abnormal return*) dengan menggunakan *trading rules* yang didasarkan atas informasi perubahan harga di waktu lalu.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form efficiency*)

Jenis informasi yang digunakan sebagai basis pengujian adalah informasi yang tersedia bagi publik. Dalam pasar modal efisien setengah kuat, harga saham bereaksi secara cepat dengan munculnya informasi baru yang dipublikasikan, sehingga pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal (*abnormal return*) dengan memanfaatkan *public information*.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form efficiency*)

Pengujian bentuk ini mendasarkan pada *private information* yang diperoleh dari *insider information*. Pengujian ini dilakukan terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang mungkin tidak diketahui umum.

2.1.2 Teori Sinyal dan Asimetri Informasi

Budiarto dan Baridwan (1999) menyatakan asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak luar perusahaan (investor) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut teori sinyal terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor. Manajer mengetahui prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor tidak (Gelb, 1999). Asimetri Informasi (*information asymmetric*) merupakan informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja (*informed investor*). Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperoleh tentang semua hal yang dapat mempengaruhi perusahaan ke pasar, maka pada umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal yang tercermin dari perubahan harga saham (Schweitzer, 1989) dalam Wismar'ain (2004). Implikasinya adalah pengumuman perusahaan akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi baru yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai saham.

Akibat adanya asimetri informasi, harga saham yang terjadi belum mencapai harga ekuilibrium sehingga investor yang mempunyai informasi yang tahu bahwa harga ekuilibrium akan mencapai titik tertentu akan membeli sekuritas tersebut dan nantinya akan menjualnya pada harga ekuilibrium sehingga dapat menikmati *abnormal return* selisih harga saham tersebut (Wismar'ain, 2004).

2.1.3 Event Study

Event study merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2000). Jika pengumuman mengandung informasi, maka pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas disebut dengan *event study* .(Tandelilin, 2001). Penelitian *event study* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham.

Penelitian Peterson (1989) menyatakan bahwa *event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari peristiwa tertentu. Sedangkan Kritzman (1994) menyatakan bahwa *event study* bertujuan untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan *return* dari surat berharga tersebut.

2.1.4 Kandungan Informasi (*Information Content*)

Studi peristiwa (*event study*) dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu peristiwa. Jika peristiwa mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu berita tentang peristiwa tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Suatu peristiwa yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada investor. Sebaliknya, peristiwa yang tidak mengandung

informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada investor (Jogiyanto, 2000).

2.1.5 Dividen

Dividen adalah nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) yang disimpan sebagai cadangan bagi perusahaan (Ang, 1997). Perusahaan yang menjual sahamnya kepada masyarakat akan menerbitkan laporan keuangan. Dalam laporan keuangan, tertulis beberapa keuntungan perusahaan pada tahun bersangkutan, kemudian dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) akan diputuskan besarnya dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham.

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

Berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibedakan atas 2 jenis yaitu : (Ang, 1997)

1. Dividen Tunai (*cash dividend*)

Dividen tunai merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk tunai. Nilai suatu dividen sesuai dengan nilai tunai yang diberikan. Tujuan emiten untuk memberikan dividen dalam bentuk tunai adalah untuk memacu kinerja saham di bursa efek, yang juga merupakan *return* kepada para pemegang saham.

2. Dividen Saham (*stock dividend*)

Dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Dividen yang diberikan dalam bentuk saham, disamping tujuan yang sama dengan dividen tunai juga bertujuan untuk meningkatkan likuiditas perdagangan saham di bursa efek. Disamping itu pemberian dividen dalam bentuk saham kadang-kadang juga diberikan karena memperhatikan likuiditas keuangan perusahaan. Direksi menilai bahwa likuiditas keuangan perusahaan tidak memungkinkan pembayaran dividen dalam bentuk tunai sehingga diputuskan dibayarkan dalam bentuk saham baru (dividen saham).

Pada waktu pengumuman dividen ada beberapa jenis tanggal yang perlu diperhatikan yaitu : (Ang, 1997)

1. Tanggal pengumuman (*announcement date*)

Tanggal pengumuman dividen merupakan tanggal resmi pengumuman oleh emiten tentang bentuk dan besarnya serta jadwal pembayaran dividen yang akan dilakukan.

2. Tanggal cum-dividend (*cum-dividend date*)

Tanggal cum-dividend merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham yang masih melekat hak untuk mendapatkan dividen baik dividen tunai maupun dividen saham.

3. Tanggal ex-dividend (*ex-dividend date*)

Tanggal dimana perdagangan saham tersebut sudah tidak melekat lagi hak untuk memperoleh dividen.

4. Tanggal pencatatan dalam daftar pemegang saham (*date of record*)

Tanggal dimana seorang harus terdaftar sebagai pemegang saham perusahaan publik atau emiten, sehingga ia mempunyai hak memperoleh dividen yang diperuntukkan bagi pemegang saham.

5. Tanggal pembayaran (*payment date*)

Tanggal pembayaran adalah tanggal dimana dividen dibayarkan kepada investor.

2.1.6 Dividen sebagai Sinyal (*Dividend Signaling Theory*)

Ada beberapa teori yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk menerangkan bahwa dividen yang dibayarkan digunakan sebagai isyarat mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dalam penelitian ini, digunakan *dividend signaling theory* sebagai kerangka teorinya, karena teori ini relevan dengan tujuan penelitian, yaitu untuk membuktikan bahwa pengumuman pembayaran dividen mengandung informasi.

Dividend signaling theory berdasarkan pada asumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada investor yang miskin akan informasi tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena seperti ini terjadi karena adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor.

Ross (1977) dalam Mulyati (2003) berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Pada publikasi dividen, yang tampak ada informasi kenaikan dan penurunan dividen dapat dipandang sebagai isyarat positif atau negatif oleh investor. Publikasi dividen yang menyatakan bahwa perusahaan memutuskan untuk membayar dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya ditafsirkan oleh pasar sebagai sinyal positif, sebab publikasi ini menaikkan ekspektasi investor tentang pendapatan masa depan perusahaan. Sebaliknya, publikasi dividen yang menyatakan pembagian lebih rendah dari tahun sebelumnya dianggap sebagai isyarat negatif, sebab investor menduga bahwa emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan di masa depan. Reaksi pasar terhadap informasi dalam publikasi ditunjukkan oleh adanya perubahan harga saham. Perubahan harga

saham ini, umumnya dinyatakan dengan ukuran *abnormal return*. (Amirudin, *et al*, 2003).

2.1.7 Return

Return adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Ang (1997) menyatakan bahwa tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak mau repot-repot melakukan investasi yang pada akhirnya tidak ada hasilnya.

Return dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dalam masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang (Jogiyanto, 2000).

Menurut Ang (1997), ada 2 jenis komponen *return*, yaitu *current income* dan *capital gain*. *Current income* (pendapatan atau keuntungan lancar) adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodic seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen, dsb. Komponen pertama ini disebut sebagai pendapatan lancar karena keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Komponen kedua adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi yang

bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar karena dengan perdagangan tersebut akan timbul perubahan nilai suatu instrumen investasi.

2.1.8 *Abnormal Return*

Abnormal Return atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap *normal return*. *Normal return* merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi (Jogiyanto, 2000). *Abnormal return* dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

dimana :

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada periode t
 $R_{i,t}$ = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham i periode t
 $E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi yang terjadi untuk saham i periode t

Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2000) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi, sebagai berikut :

1. *Mean-adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*), sebagai berikut :

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

dimana :

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t
 $R_{i,j}$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t
 T = lamanya periode estimasi

2. *Market Model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu :

- (1). Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- (2). Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut :

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i * R_{Mj} + \epsilon_{i,j}$$

dimana :

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-I

$R_{M,j}$ = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$\epsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

3. *Market-Adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) menganggap 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.

2.1.9 Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen

Brigham dan Houston (1998) menyatakan bahwa kenaikan dividen yang dibayarkan lebih tinggi dari yang diperkirakan merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan laba di masa datang meningkat, hal ini akan menimbulkan reaksi positif sehingga harga saham naik. Sebaliknya, penurunan dividen atau kenaikan dividen yang lebih kecil dari yang diperkirakan merupakan suatu isyarat bahwa manajemen meramalkan laba di masa yang akan datang rendah, hal ini akan menyebabkan reaksi negatif sehingga harga saham turun. Perubahan harga saham setelah pembagian dividen menunjukkan bahwa

dividen mengandung informasi atau pengisyratan yang penting dalam pengumuman dividen tersebut.

Selama ini, penelitian-penelitian mengenai kandungan informasi pengumuman dividen biasanya menggunakan dividen tunai, baik dalam pengumuman perubahan dividen, inisiasi dividen maupun omisi dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman perubahan dividen tunai (kenaikan atau penurunan), inisiasi dividen dan omisi dividen mempunyai pengaruh terhadap harga saham dan *abnormal return* saham yang diperoleh investor. Ditemukan bahwa di sekitar tanggal pengumuman, peningkatan (penurunan) dividen secara umum menimbulkan *abnormal return* saham yang positif (negatif) bagi investor (Frida, 2002).

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen yang telah dilakukan terdahulu memberikan hasil yang berlainan, tetapi pada umumnya hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi, artinya pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan menyebabkan adanya reaksi harga saham dengan kata lain *abnormal return* yang diberikan di sekitar hari pengumuman dividen signifikan.

Penelitian Watts (1973) dalam Amiruddin *et al* (2003) yang menggunakan sampel 310 perusahaan dalam periode 1946-1967 untuk menguji isi informasi dividen. Dengan menggunakan model ekspektasi dividen Litner (1962), Watts menemukan *Abnormal return* yang tidak signifikan. Penelitian ini didukung oleh Ang (1975) dan Gonedess (1978) dalam Jogiyanto (2000), hasil penelitian menemukan bukti bahwa dividen tidak mengandung informasi.

Di Indonesia penelitian yang menemukan hasil yang sama yaitu dividen tidak mengandung informasi dilakukan oleh Prasetiono (2000). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dividen tidak berpengaruh secara nyata terhadap *abnormal return* saham, kecuali untuk dividen turun.

Meskipun hasil beberapa penelitian menyatakan bahwa dividen tidak berisi informasi, beberapa penelitian lainnya menemukan hasil sebaliknya. Penelitian Aharony dan Swary (1980) dalam Amiruddin *et al* (2003) mengamati apakah publikasi dividen dan publikasi laba berisi informasi yang bermanfaat bagi investor. Publikasi dividen yang digunakan tak didahului atau diikuti oleh publikasi laba dalam waktu 11 hari perdagangan. Sampel yang digunakan adalah publikasi dividen kuartalan dari 149 perusahaan yang terdaftar di NYSE tahun 1963-1976. Hasil penelitian menyatakan bahwa (1) dividen berisi informasi, (2) pasar efisien semi kuat, (3) pasar menyerap informasi dividen dengan cepat, (4) publikasi Dividen lebih bermanfaat daripada publikasi laba. Penelitian yang dilakukan oleh Dhillon dan Johnson (1994) dengan menggunakan harga saham dan obligasi menunjukkan bahwa harga obligasi bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen sedangkan harga saham tidak bereaksi.

Di Indonesia penelitian mengenai reaksi harga saham terhadap perubahan pembayaran dividen yang dilakukan oleh Mulyati (2003), menunjukkan bahwa reaksi harga saham positif terhadap kenaikan dividen yang dibayarkan, sedangkan reaksi harga saham negatif terhadap penurunan dividen yang dibayarkan. Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Suparmono (2000) yang mengkaji isi informasi dalam publikasi dividen yang meningkat

dalam hubungannya dengan pendapatan saham dan mengkaji apakah investor secara tepat merespon publikasi peningkatan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa harga saham bereaksi terhadap kenaikan dividen dan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen. Hasil studi ini menunjukkan bahwa publikasi dividen memiliki isi informasi.

Menurut Jogiyanto (2000) ada beberapa perusahaan membayar dividen dengan besarnya yang tidak teratur dan beberapa perusahaan yang lain membayar dividen yang nilainya konstan yang sama dari waktu ke waktu (disebut juga dengan dividen tidak bertumbuh atau pertumbuhan nol) dan beberapa perusahaan yang lainnya bahkan membayar dividen yang selalu naik dengan tingkat pertumbuhan yang konstan. Umumnya perusahaan enggan memotong dividen karena pengurangan dividen akan dianggap mengalami kesulitan likuiditas sehingga perlu mendapatkan tambahan dana dengan memotong dividen. Hal yang paling banyak ditemui adalah perusahaan membayar dividen yang konstan dari waktu ke waktu untuk menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan dalam keadaan stabil.

Kenaikan dividen yang amat besar mengisyaratkan bahwa manajemen merasa optimis atas masa depan perusahaan dan merupakan sinyal yang lebih kuat daripada kenaikan dividen kecil (Asquith dan Mullins, 1983) dalam Amiruddin *et al* (2003). Suatu penelitian menunjukkan bahwa pengaruh reaksi negative lebih besar daripada pengaruh reaksi positif, karena bila dividen tunai yang dibagikan menurun maka rata-rata penurunan harga saham sebesar 3,76%, sedangkan bila dividen tunai yang dibayarkan meningkat maka harga saham naik sebesar 0,72%

(Aharony dan Swary, 1980) dalam Mulyati (2003). Benartzi *et al* (1997) dalam Doddy dan Jogiyanto (2002) juga menunjukkan investor akan bereaksi lebih kuat terhadap pengumuman dividen menurun (-2,11%) dibandingkan dengan pengumuman diviedn meningkat (0,81%). Denis *et al* (1994) dalam Doddy dan Jogiyanto (2002) juga menunjukkan semakin besar perubahan dividen maka semakin besar *excess return*.

Hasil penelitian yang dilakukan Prasetiono (2000) berbeda dengan yang dikemukakan oleh Asquith dan Mullins (1983) dalam Amiruddin *et al* (2003). Hasil penelitian Prasetiono menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan di antara rata-rata *abnormal return* saham kelompok dividen naik dengan kelompok dividen turun.

2.2 Penelitian Terdahulu

Ringkasan penelitian-penelitian terdahulu mengenai *event study* reaksi harga saham terhadap pembayaran dividen yang telah dilakukan dapat dilihat dalam Tabel 2.1 berikut ini :

Tab2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu *Event Study* Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel dan Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Dhillon dan Johnson (1994)	<i>The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices</i>	<i>Abnormal return, Event Study</i>	Harga obligasi bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen sedangkan harga saham tidak bereaksi.
2.	Michael Firth (1996)	<i>Dvidend Changes, Abnormal return and Intra Industry Valuation</i>	<i>Abnormal return, Event Study</i>	Peningkatan dividen berhubungan positif dengan <i>abnormal return</i> saham, pengumuman dividen oleh satu perusahaan berdampak terhadap perusahaan dalam industri yang sama, pengumuman dividen merupakan sinyal bagi perolehan laba di masa yang akan datang.
3.	Benartzi, Michaely and Thaler (1997)	<i>Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past</i>	<i>Excess return, Event Study</i>	Dividen turun tidak menimbulkan <i>abnormal return</i> yang signifikan sedangkan dividen naik menimbulkan <i>abnormal return</i> positif yang signifikan.
4.	Prasentiono (2000)	Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Bursa Efek Jakarta	<i>Abnormal return, Event Study</i>	Pengumuman dividen tidak berpengaruh secara nyata terhadap <i>abnormal return</i> saham, kecuali untuk dividen turun. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara AAR dividen naik dengan AAR dividen turun
5.	Suparmono (2000)	<i>Dividend Announcement Effect On Stock Returns : A Test of Signaling Hypothesis In The Indonesian Stock Market</i>	<i>Abnormal return, Event Study</i>	Harga saham bereaksi positif terhadap kenaikan dividen dan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen.
6.	Kartini (2001)	Analisis Reaksi Pemegang Saham	<i>Abnormal return, Event Study</i>	Pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi terhadap pasar. Ukuran perusahaan (<i>size</i>)

		Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta		mempunyai pengaruh negatif terhadap <i>abnormal return</i> .
7.	Amiruddin Umar, Harriette Arlita Tiarasari, Amalia Rizki (2003)	Reaksi Harga Saham Terhadap Publikasi Dividen Kasus Di BEJ Periode 1997-2001	<i>Abnormal return, Event Study</i>	Publikasi dividen mempunyai pengaruh terhadap <i>abnormal return</i> , atau mempunyai kandungan informasi.
8.	Sri Mulyati (2003)	Reaksi Harga Saham terhadap Perubahan Dividen Tunai dan Dividend Yield di Bursa Efek Jakarta	<i>Abnormal return, dividend yiel, Event Study</i>	Reaksi harga saham positif terhadap kenaikan dividen yang dibayarkan terjadi pada hari ke 5 sebelum pengumuman, sedangkan resksi harga saham negatif terhadap penurunan dividen yang dibayarkan terjadi pada hari ke 5 setelah pengumuman. Ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi. Reaksi harga saham tidak dipengaruhi oleh perubahan dividend yield.

Sumber : JSB, JREM, ME&B, JoF

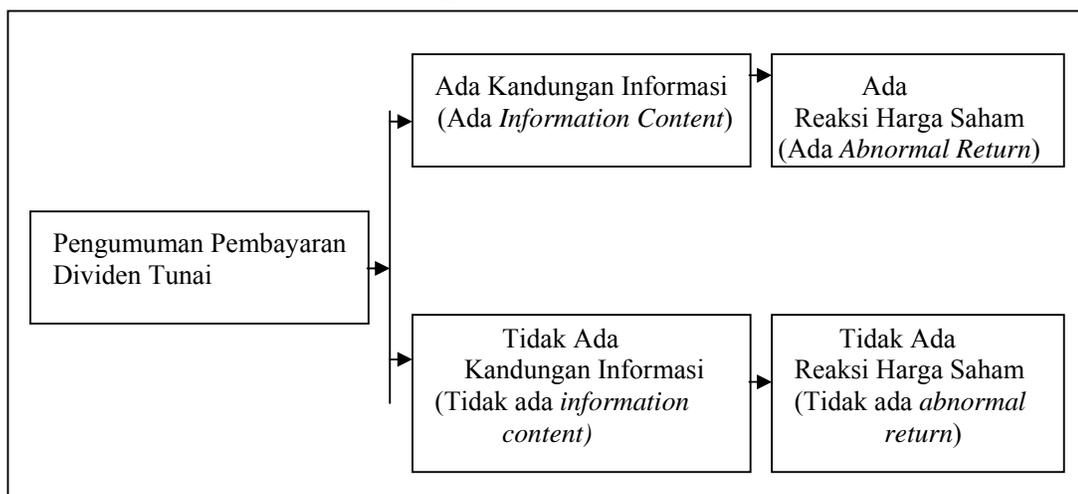
Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Amirudin (2003), Prasetiono (2000) dan Mulyati (2003). Perbedaan yang ada dalam penelitian ini dibanding penelitian sebelumnya adalah periode penelitian yang lebih panjang dan menambah kelompok sampel yang diteliti yaitu dividen tunai tetap.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

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 suatu pengumuman yang tidak memiliki kandungan informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Berdasarkan uraian diatas maka secara keseluruhan reaksi pasar terhadap kandungan informasi yang berkaitan dengan pengumuman kenaikan dan penurunan dividen ditunjukkan pada gambar 2.1 berikut ini :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Dikembangkan untuk Penelitian ini

Manajer perusahaan menggunakan dividen untuk sinyal prospek *earning* perusahaan dan pasar menggunakan pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham. Investor bisa menganggap suatu pengumuman perubahan pembayaran sebagai suatu sinyal positif maupun negatif. Jika investor menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang positif, maka harga saham akan meningkat dan berarti investor akan mendapatkan *abnormal return* yang positif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen. Sebaliknya jika investor menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang negatif, maka harga saham akan menurun dan investor akan mendapatkan *abnormal return* yang negatif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

2.4 Hipotesis

Berdasarkan telaah pustaka dan penelitian terdahulu yang telah dikemukakan, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H1 : Reaksi harga saham positif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai naik.
- H2 : Reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai turun.
- H3 : Reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap.

H4 : Pengumuman pembayaran dividen tunai naik akan menimbulkan reaksi harga saham yang berbeda secara signifikan dengan pengumuman pembayaran dividen tunai turun.

2.5 Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini definisi variabel yang digunakan adalah :

1. Tanggal yang ditetapkan sebagai tanggal pengumuman dividen atau *event date* (t_0) adalah tanggal diselenggarakannya RUPS oleh emiten.
2. *Return* realisasi (RETH) merupakan tingkat keuntungan yang telah diperoleh investor pada masa lalu atas suatu investasi yang dilakukannya, yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya.
3. *Return* pasar (RETPBN) mencerminkan situasi perdagangan di bursa efek, pada suatu periode tertentu. *Return* pasar yang bernilai negatif mengidentifikasikan bahwa situasi di bursa efek kurang bergairah atau tidak efektif.
4. *Expected return* (E(RETH)) merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan investor atas investasi yang ditanamnya, dalam penelitian ini, perhitungan *expected return* diestimasi dengan menggunakan *single index market model*.
5. *Abnormal return* (ARPST) merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi (*expected return*) harian masing-masing saham.

6. Reaksi harga saham positif diproksi dengan adanya *abnormal return* positif yang signifikan selama *event period*, sedangkan reaksi harga saham negatif diproksi dengan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan selama *event period*.

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

3.1.1 Jenis Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data sekunder dan metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi :

1. Data perusahaan yang membayar dividen tunai pada tahun 2001-2004.
2. Tanggal publikasi pengumuman dividen tunai.
3. Dividen per lembar saham.
4. Data *abnormal return*

3.1.2 Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dipublikasikan oleh BEJ, yang diperoleh secara langsung dari Pojok BEJ Undip dan Pusat Data Pasar Modal FE UGM. Sumber data tersebut adalah *JSX Statistic 2001-2004*, *List of Corporate Action 2002-2004*. Selain itu data juga diperoleh dari www.jsx.co.id dan www.megaci.com.

3.2 Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta serta mengumumkan dividen tunai sebanyak 211 saham perusahaan. Sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini

dikelompokkan menjadi 3 yaitu perusahaan yang membayar dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap. Jumlah sampel seluruhnya sebanyak 76 saham perusahaan yang terdiri dari 24 saham perusahaan yang membayar dividen tunai naik, 24 perusahaan yang membayar dividen turun turun dan 28 perusahaan yang membayar dividen tunai tetap.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang dibatasi dengan syarat sebagai berikut :

1. Dipilih perusahaan-perusahaan yang membayar dividen tunai secara rutin minimal 2 tahun berturut-turut pada tahun 2001-2004.
2. Perusahaan-perusahaan tersebut dipilih perusahaan yang membayar dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap minimal 2 tahun berturut-turut pada tahun 2001-2004.
3. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* seperti *right issue*, *stock split* merger dan akuisisi selama periode uji.

3.3 Periode Pengamatan

Tanggal yang dianggap sebagai *event* pengumuman dividen adalah tanggal saat perusahaan mengumumkan pembagian dividennya yaitu tanggal diselenggarakan RUPS (*announcement date*). Pemilihan tanggal pengumuman dividen ini dilatar belakangi pengertian bahwa dalam *event study* penentuan tanggal pengumuman haruslah pengumuman yang dianggap bisa memberikan kejutan bagi investor untuk pertama kalinya (Kartini, 2001). Penelitian yang dilakukan oleh Kartini (2001) menggunakan periode pengamatan 11 hari

perdagangan, karena menganggap bahwa pengumuman dividen merupakan peristiwa yang bersifat rutin (setiap tahun terjadi) sehingga peristiwa tersebut kemungkinan sudah diantisipasi oleh investor. Untuk itu digunakan periode pengamatan yang relatif pendek sesuai dengan yang dilakukan oleh Brown dan Warner (1985) yang dikutip oleh Jogiyanto (2000).

Penentuan periode pengamatan atau *event period* selama 11 hari perdagangan juga dilakukan oleh Prasetiono (2000), Mulyati (2003) dan Amiruddin *et al* (2003). Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu maka dalam penelitian ini juga digunakan periode pengamatan 11 hari perdagangan yaitu 5 hari sebelum tanggal pengumuman (t_{-5}), 5 hari setelah tanggal pengumuman (t_{+5}) dan pada saat pengumuman yang disebut dengan *event day* (t_0).

3.4 Teknik Analisis Data

3.4.1 Tahap-tahap Analisis

Analisis dilakukan dengan menggunakan teknik analisis *event study* untuk mengolah dan membahas data yang diperoleh. Metode untuk *event study* umumnya mengikuti prosedur sebagai berikut (Elton dan Gruger, 1995) :

1. Menentukan sampel perusahaan yang mempunyai suatu peristiwa yang ingin diteliti.
2. Menentukan dengan tepat hari atau tanggal pengumuman dan menentukan sebagai hari 0.
3. Menentukan periode penelitian atau *event window*.

4. Untuk setiap sampel perusahaan dilihat *return* pada masing-masing satuan periode (hari, minggu, atau bulan).
5. Menghitung *abnormal return* dari *return* yang sudah didapatkan untuk perusahaan.
6. Menghitung rata-rata *abnormal return* untuk masing-masing satuan periode (hari, minggu, atau bulan) untuk keseluruhan sampel.
7. Menghitung *abnormal return* kumulatif dari awal periode (jika diinginkan).

3.4.2 Teknik Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini sampel dikelompokkan menjadi 3 yaitu dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap. Pengujian dilakukan secara bertahap menurut kelompok sampel. Pengujian hipotesis 1,2 dan 3 dilakukan dengan metode *event study*. *Event study* menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa.

Dalam penelitian ini akan diamati *abnormal return* saham yang ditawarkan melalui perubahan pembayaran dividen tunai. *Abnormal return* yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari Pusat Data Pasar Modal UGM.. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). *Expected return* merupakan *return* saham dari hasil taksiran suatu model. Model yang digunakan untuk mengestimasi *expected return* adalah *Single Index Market Model (SIMM)*. Periode estimasi yang digunakan untuk mengetahui koefisien regresi antara α dan β adalah selama 1 tahun.

3.4.3 Langkah-Langkah Pengujian Hipotesis

(a) Pengujian Hipotesis 1,2 dan 3

Untuk melakukan pengujian hipotesis 1,2 dan 3 yaitu apakah pengumuman pembayaran dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap menimbulkan reaksi harga saham digunakan t-test yang diaplikasikan dalam software SPSS berupa *one sample t-test*. Pengujian *abnormal return* dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Prasetiono (2000), Mulyati (2003) dan Amiruddin (2003). Adapun langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

Langkah-langkah yang dilakukan dalam pengujian adalah sebagai berikut :

1. *Return* realisasi saham individual ($RETH_{it}$) dihitung selama periode estimasi yaitu selama 1 tahun dan periode peristiwa yaitu 11 hari perdagangan dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$RETH_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (1)$$

dimana :

- $RETH_{it}$ = *actual return* untuk saham i pada hari ke t
- P_t = *closing price* pada hari ke t
- P_{t-1} = *closing price* pada hari sebelumnya

2. *Return* indeks pasar saham ($RETPBN_t$) dihitung selama periode estimasi yaitu selama 1 tahun dan periode peristiwa 11 hari dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$RETPBN_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots (2)$$

dimana :
 RETPBN_t = *return* pasar hari ke t
 IHSG_t = indeks pasar hari ke t
 IHSG_{t-1} = indeks pasar hari ke t-1

3. *Return* ekspektasi saham $[E(RET_{i,t})]$ dihitung dengan menggunakan *single Index Market Model (SIMM)*, dilakukan dengan dua tahap yaitu , *pertama* membentuk model ekspektasi. dan diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$E(RET_{i,t}) = ALPA + BETA.RETPBN_t \dots\dots\dots (3)$$

dimana :
 E(RET_{i,t}) = *Return* ekspektasi saham ke i pada periode t
 ALPA = *intercept* saham ke i
 BETA = beta saham ke i
 RETPBN_t = *return* indeks pasar pada periode t

4. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$ARPST = RET_{i,t} - E(RET_{i,t}) \dots\dots\dots (4)$$

dimana :
 ARPST = *abnormal return*
 RETH = *actual return*
 E(RET) = *return* ekspektasi

5. *Cumulative Abnormal Return* setiap saham dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$CARPST_{it} = \Sigma ARPST_{it} \dots\dots\dots (5)$$

dimana :

$CARPST_{it}$ = *cumulative abnormal return*

$\Sigma ARPST_{it}$ = *total abnormal return*

6. *Average Abnormal Return* setiap saham dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$AARPST_{it} = \frac{CARPST_{it}}{n} \dots\dots\dots (6)$$

dimana :

$AARPST_{it}$ = *average abnormal return*

$CARPST_{it}$ = *cumulative abnormal return*

n = *total saham yang dijadikan sample*

7. Menghitung Standar Deviasi setiap saham

$$\sigma_{it} = \sqrt{\frac{\Sigma(ARPST_{it} - AARPST_{it})^2}{t - 1}} \dots\dots\dots (7)$$

dimana :

σ_{it} = standar deviasi saham

8. Menghitung *Standardized Abnormal Return* setiap saham, dengan rumus :

$$SARPST_{it} = \frac{ARPST_{it}}{\sigma_{it}} \dots\dots\dots (8)$$

9. Analisis Uji Signifikansi t (pada $\alpha=5\%$)

$$t = \frac{\Sigma SARPST_{nt}}{\sqrt{n}} \dots\dots\dots (9)$$

10. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t dua sisi. Adapun langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

(1). Perumusan Hipotesis

H_0 = Harga saham tidak bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai

H_1 = Harga saham bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai

(2). Penentuan nilai kritis (t_{tabel})

Degree of freedom ($df = n-1$), dimana n adalah jumlah sampel. Dari df dan tingkat signifikansi (α) dan bantuan tabel distribusi normal, diperoleh t_{tabel} .

(3). Penentuan t_{hitung}

$$t = \frac{\Sigma SARPST_{nt}}{\sqrt{n}}$$

(4). Penentuan daerah terima

a. H_0 diterima bila : $t_{hitung} < t_{tabel}$

b. H_0 ditolak bila : $t_{hitung} > t_{tabel}$

atau

- a. Jika probabilitas > 0,05 : H₀ diterima
 - b. Jika probabilitas < 0,05 : H₀ ditolak
- (5). Pengambilan keputusan : Menerima atau menolak H₀

(b) Pengujian Hipotesis 4

Untuk melakukan pengujian hipotesis keempat, yaitu apakah informasi dividen tunai naik menimbulkan reaksi harga saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen tunai turun digunakan uji beda rata-rata yang diaplikasikan dalam software SPSS yang berupa *paired sample t-test*. Pengujian ini mengacu pada penelitian Prasetiono (2000) dan Amiruddin (2003), adapun langkah-langkah yang dilakukan sebagai berikut :

1. Menghitung AARPST naik dan turun

$$AARPST_{iturun} = \frac{CARPST_{iturun}}{t} \dots\dots\dots (10)$$

$$AARPST_{inaiik} = \frac{CARPST_{inaiik}}{t} \dots\dots\dots (11)$$

t = periode waktu

2. Menghitung Standar Deviasi dividen naik dan dividen turun

$$\sigma_{iturun} = \sqrt{\frac{\Sigma(ARPST_{iturun} - AARPST_{inaiik})^2}{t - 1}} \dots\dots\dots (12)$$

$$\sigma_{i,naik} = \sqrt{\frac{\sum(ARPST_{i,naik} - AARPST_{i,turun})^2}{t-1}} \dots\dots\dots(13)$$

3. Analisis Uji Signifikansi t (pada $\alpha=5\%$)

$$t = \frac{AARPST_{naik} - AARPST_{turun}}{\frac{\sigma_{i,naik}^2}{n} + \frac{\sigma_{i,turun}^2}{n}} \dots\dots\dots(14)$$

4. Pengujian hipotesis dengan menggunakan uji t dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

(1). Perumusan Hipotesis

H_0 = Reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik tidak berbeda secara signifikan dari reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai turun.

H_1 = Reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik berbeda secara signifikan dari reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai turun.

(2). Penentuan nilai kritis (t_{tabel})

Degree of freedom ($df = n-1$), dimana n adalah jumlah sampel. Dari *df* dan tingkat signifikansi (α) dan bantuan tabel distribusi normal, diperoleh t_{tabel} .

(3). Penentuan t_{hitung}

$$t = \frac{AARPST_{naik} - AARPST_{turun}}{\frac{\sigma_{i,naik}^2}{n} + \frac{\sigma_{i,turun}^2}{n}} \dots\dots\dots (15)$$

(4). Penentuan daerah terima

a. H_0 diterima bila : $t_{hitung} < t_{tabel}$

b. H_0 ditolak bila : $t_{hitung} > t_{tabel}$

atau

a. Jika probabilitas $> 0,05$: H_0 diterima

b. Jika probabilitas $< 0,05$: H_0 ditolak

(6). Pengambilan keputusan : Menerima atau menolak H_0 .

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Obyek Penelitian

Selama periode penelitian 2001-2004 yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian adalah sebanyak 76 saham perusahaan. Untuk menentukan sampel terlebih dahulu dihitung perubahan dividen tunai dari tahun sebelumnya. Setelah menghitung perubahan dividen tunai, sampel diklasifikasikan menjadi 3 kelompok, yaitu perusahaan yang mempublikasikan dividen tunai lebih tinggi dari tahun sebelumnya (dividen tunai naik) yaitu sebanyak 24 saham, perusahaan yang mempublikasikan dividen tunai lebih rendah dari tahun sebelumnya (dividen tunai turun) yaitu sebanyak 24 saham, dan perusahaan yang mempublikasikan dividen tunai sama dengan tahun sebelumnya (dividen tunai tetap) yaitu sebanyak 28 saham.

4.2 Deskripsi Statistik

Uji statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

Analisis statistik deskriptif untuk *variabel return* saham dilihat dari *abnormal return* yaitu *average abnormal return* (AARPRST) di seputar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap. Hasil deskripsi statistik dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini :

Tabel 4.1
Deskriptive Statistik
ARPST Dividen Tunai 2001-2004

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Naik	24	-.25565	.17648	-.0090313	.08454731
Turun	24	-.31226	.31434	-.0169890	.12817000
Tetap	28	-.43439	.11630	-.0515832	.14003439
Valid N (listwise)	24				

Sumber : Data Penelitian, diolah

Tabel 4.1 menunjukkan deskripsi statistik jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai AARPST diseputar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap. Pada tabel 4.1 bisa dilihat AARPST dari dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap yaitu sebesar $-0,0090313$, $-0,0169890$, $-0,051832$.

Nilai standar deviasi digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan. Adapun standar deviasi rata-rata *abnormal return* di seputar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap adalah sebesar $0,0845473$, $0,1287$, dan $0,14003439$. Untuk jumlah sampel, nilai minimum dan nilai maksimum rata-rata *abnormal return* dari dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap selengkapnya dapat dilihat pada tabel 4.1.

4.3 Analisis Data

4.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji statistik berdasarkan nilai *skewness* dan *kurtosis*. Penentuan normal tidaknya data dengan menggunakan nilai *skewness* dan *kurtosis* dilihat dari besaran *Zskewness* dan *Zkurtosis*. Jika nilai zhitung > ztabel, maka distribusi data tidak normal, sebaliknya jika zhitung < ztabel, maka data berdistribusi normal (Ghozali, 2001). Besarnya z tabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 1,96, yang merupakan angka z tabel pada tingkat signifikansi 5%. Sedangkan z statistik untuk *skewness* dan *kurtosis* dihitung dengan rumus sebagai berikut :

Hasil pengujian normalitas dengan menggunakan uji *skewness-kurtosis* dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini :

Tabel 4.2
Pengujian Normalitas Data ARPST
Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai 2001-2004

Variabel	N	Skewness	Zskewness	Kurtosis	Zkurtosis
Naik	24	-0,997	-1,994	2,940	3,41
Turun	24	-0,412	-0,824	2,658	3,09
Tetap	28	-1,292	-2,8	0,820	0,95

Sumber : Data Penelitian, diolah

Berdasarkan uji *skewness* dan *kurtosis*, didapat nilai zhitung untuk ARPST dividen tunai naik adalah sebesar -1,994, dividen tunai turun sebesar -0,824 dan dividen tunai tetap sebesar -2,8. Nilai z hitung ARPST dividen tunai naik, dividen tunai turun dan dividen tunai tetap < 1,96, sehingga bisa dikatakan data berdistribusi normal.

4.3.2 Uji Hipotesis

Untuk menguji hipotesis pertama, kedua dan ketiga yaitu ada tidaknya reaksi harga saham dari pengumuman dividen tunai digunakan *one sample t-test*. Reaksi harga saham diproksi dengan adanya *abnormal return* yang signifikan selama periode peristiwa (*event period*). Diterima atau ditolaknya hipotesis penelitian akan dilihat dari besaran t hitung selama *event period*. Jika t hitung $> t$ tabel, maka H_0 ditolak atau H_1 diterima dan sebaliknya jika t hitung $< t$ tabel, maka H_0 diterima atau H_1 ditolak. Selain itu dapat juga dilihat dari probabilitas. Jika probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan sebaliknya jika probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima. Sedangkan untuk pengujian hipotesis keempat digunakan uji statistik parametrik yang khusus digunakan untuk dua sampel berpasangan, yakni *paired sample t-test*. Dalam penelitian ini *paired sample t-test* digunakan untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan secara signifikan antara reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman dividen tunai naik dengan reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman dividen tunai turun.

4.3.2.1 Pengujian Hipotesis-1

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk mengetahui apakah reaksi harga saham positif terhadap pengumuman kenaikan dividen tunai yang dibayarkan, di seputar hari peristiwa, yaitu lima hari sebelum pengumuman sampai dengan lima hari setelah pengumuman. Pengujian hipotesis pertama dilakukan terhadap kelompok sampel saham perusahaan yang mengumumkan dividen tunai naik, yaitu sebanyak 24 saham perusahaan. Hasil pengujian

digunakan sebagai dasar untuk mengatakan bahwa harga saham bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai atau tidak. Selain itu untuk mengetahui apakah pengumuman dividen tunai mengandung informasi atau tidak.

Hasil pengujian *abnormal return* dividen tunai naik secara statistik dapat dilihat pada tabel 4.3 berikut ini :

Tabel 4.3
Hasil Pengujian AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Naik 2001-2004
Selama *Event Period*

Hari Ke-t	AARPST		CAARPST	
	Mean	Significant (2 tailed)	Mean	Significant (2 tailed)
t-5	0,00794	0,863	0,00794	0,863
t-4	-0,05453	0,246	-0,04658	0,412
t-3	0,00041	0,994	-0,04618	0,621
t-2	-0,06926	0,137	-0,11544	0,285
t-1	-0,01845	0,767	-0,13422	0,338
t0	-0,00449	0,944	-0,13756	0,439
t+1	-0,01479	0,714	-0,15236	0,461
t+2	-0,04272	0,370	-0,19507	0,327
t+3	0,08981	0,035	-0,10526	0,587
t+4	-0,04477	0,223	-0,15003	0,481
t+5	0,05150	0,342	-0,10684	0,584

Sumber : Data Penelitian, diolah

Tabel 4.3 menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis reaksi harga saham positif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai naik yang dibayarkan di seputar hari peristiwa, yaitu lima hari sebelum peristiwa sampai dengan lima hari setelah peristiwa. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *one sample t-test* dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% (nilai t tabel 2,039). Reaksi harga saham positif diproksi dengan *nilai abnormal return* positif yang signifikan di seputar hari peristiwa.

Dari hasil pengujian yang terlihat pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul pada 11 hari perdagangan selama *event period* tetapi tidak semuanya signifikan. *Abnormal return* ternyata muncul dengan dua arah yang berbeda yaitu negatif dan positif. AARPST yang signifikan pada α sebesar 5% muncul pada 3 hari setelah pengumuman kenaikan dividen tunai yaitu 0,0898. Sedangkan untuk CAARPST selama *event period* tidak ada yang signifikan

Pada 3 hari setelah pengumuman ($t+3$) muncul *abnormal return* positif yang signifikan pada α sebesar 5%, hal ini berarti hipotesis nol bahwa harga saham tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen tunai ditolak atau menerima hipotesis alternatif yaitu reaksi harga saham positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen tunai.

Abnormal return positif yang signifikan pada hari ketiga setelah pengumuman ($t+3$) sebesar 0,0898 ini menunjukkan bahwa reaksi harga saham positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen tunai, hal ini sesuai dengan teori yang mengatakan bahwa dividen merupakan signal bagi prospek perusahaan di masa yang akan datang lebih baik atau lebih menguntungkan dari saat ini (Mulyati, 2003).

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian dari Suparmono (2000) dan Mulyati (2003) yang menyatakan bahwa reaksi harga saham positif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai naik.

4.3.2.2 Pengujian Hipotesis-2

Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk mengetahui apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman penurunan dividen tunai yang dibayarkan diseputar hari peristiwa, yaitu 5 hari sebelum pengumuman sampai dengan 5 hari setelah pengumuman. Pengujian hipotesis kedua dilakukan terhadap kelompok sampel perusahaan yang mengumumkan dividen tunai turun yaitu sebanyak 24 saham perusahaan. Reaksi harga saham negatif diproksi dengan nilai *abnormal return* negatif yang signifikan di seputar hari pengumuman perubahan pembayaran dividen yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan pembayaran dividen tunai. Hasil pengujian statistik *abnormal return* dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini :

Tabel 4.4
Hasil Pengujian AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Turun 2001-2004
Selama Event Period

Hari Ke-t	AARPST		CAARPST	
	Mean	Significant (2 tailed)	Mean	Significant (2 tailed)
t-5	0,05532	0,284	0,00532	0,284
t-4	-0,11686	0,079	-0,06154	0,318
t-3	-0,05623	0,359	-0,11777	0,240
t-2	0,02597	0,734	-0,0918	0,453
t-1	0,03831	0,565	-0,0535	0,589
t0	-0,09228	0,239	-0,14626	0,306
t+1	-0,04828	0,551	-0,19454	0,298
t+2	-0,06829	0,394	-0,26284	0,250
t+3	0,02068	0,671	-0,24216	0,295
t+4	0,03755	0,616	-0,20461	0,409
t+5	0,01774	0,841	-0,18687	0,523

Sumber : Data Penelitian, diolah

Pada tabel 4.4 disajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis kedua dengan menggunakan *one sample t-test* diseputar tanggal pengumuman penurunan pembayaran dividen tunai yaitu 5 hari sebelum sampai dengan 5 hari setelah

tanggal pengumuman penurunan pembayaran dividen dengan α sebesar 5%. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul pada 11 hari perdagangan selama *event period*. *Abnormal return* muncul dengan dengan dua arah yang berbeda yaitu negatif dan positif. Selama *event period* tidak terdapat AARPST dan CAARPST yang signifikan. Semua probabilitas AARPST dan CAARPST selama *event period* lebih besar dari 0,05, sehingga H_0 tidak mampu untuk ditolak.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil pengujian hipotesis kedua adalah hipotesis noll (H_0) diterima atau menolak hipotesis alternatif. Hal ini berarti bahwa harga saham tidak bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen tunai atau pengumuman dividen turun tidak mengandung informasi. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Benartzi *et al* (1997) yang menyatakan bahwa dividen turun tidak menimbulkan *abnormal return* yang signifikan.

4.3.2.3 Pengujian Hipotesis-3

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman dividen tunai tetap yang dibayarkan disepuluh hari peristiwa, yaitu 5 hari sebelum pengumuman sampai dengan 5 hari setelah pengumuman. Pengujian hipotesis ketiga dilakukan terhadap kelompok sampel perusahaan yang membayar dividen tunai tetap, yaitu sebanyak 28 saham perusahaan. Reaksi harga saham diproksi dengan nilai *abnormal return* negatif yang signifikan selama *event period*.

Hasil pengujian *abnormal return* dividen tunai tetap secara statistik dapat dilihat pada tabel 4.5 berikut ini :

Tabel 4.5
Hasil Pengujian AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Tetap 2001-2004
Selama *Event Period*

Hari Ke-t	AARPST		CAARPST	
	Mean	Significant (2 tailed)	Mean	Significant (2 tailed)
t-5	-0,06889	0,358	-0,06889	0,358
t-4	-0,14749	0,009	-0,21638	0,022
t-3	-0,05379	0,447	-0,270185	0,028
t-2	-0,11187	0,124	-0,382059	0,028
t-1	-0,05448	0,302	-0,436539	0,013
t0	-0,10253	0,131	-0,539068	0,015
t+1	0,04587	0,471	-0,493197	0,047
t+2	-0,06001	0,163	-0,55323	0,030
t+3	0,03772	0,543	-0,51943	0,053
t+4	0,04338	0,559	-0,47605	0,087
t+5	-0,06464	0,201	-0,54069	0,072

Sumber : Data Penelitian, diolah

Tabel 4.5 menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis ketiga dengan menggunakan *one sample t-test* diseputar tanggal pengumuman dividen tunai tetap yaitu 5 hari sebelum sampai dengan 5 hari setelah tanggal pengumuman dividen tunai tetap dengan α sebesar 5%. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul pada 11 hari perdagangan selama *event period*. *Abnormal return* muncul dengan dua arah yang berbeda yaitu negatif dan positif, tetapi yang paling banyak muncul adalah *abnormal return* negatif. Selama *event period* AARPST yang signifikan pada α sebesar 5% muncul pada 4 hari sebelum

pengumuman (t-4) dengan AARPST sebesar $-0,14749$. Sedangkan CAARPST yang signifikan muncul pada t-4, t-3, t-2, t-1, t₀, t+1, dan t+2. Munculnya *abnormal return* negatif yang signifikan kemungkinan disebabkan oleh adanya kebocoran informasi ke pasar sebelum pengumuman (t₀).

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil pengujian hipotesis ketiga adalah hipotesis nol ditolak atau menerima hipotesis alternatif. Hal ini berarti bahwa reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap.

4.3.2.4 Pengujian Hipotesis-4

Hipotesis keempat penelitian ini menyatakan bahwa pengumuman pembayaran dividen tunai naik akan menimbulkan reaksi harga saham yang berbeda secara signifikan dengan pengumuman pembayaran dividen tunai turun. Untuk menguji hipotesis ini, data yang digunakan adalah AARPST dan CAARPST setelah pengumuman pembayaran dividen tunai naik dan dividen tunai turun. Perhitungan AARPST dan CAARPST setelah pengumuman diperoleh dari penjumlahan AARPST dan CAARPST pada saat pengumuman dari (t₀) hingga (t+5) dibagi N. Hasil uji statistik untuk hipotesis keempat dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 4.6
Hasil Uji Statistik Beda AARPST dan CAARPST antara Dividen Tunai Naik
Dan Dividen Tunai Turun 2001-2004

		Paired Differences				Sig (2-tailed)	
		Mean		Std. Deviation			
		ARPST	CARPST	ARPST	CARPST	ARPST	CARPST
Pair1	NAIK TURUN	0,026601	0,064631	0,21096	1,38011	0,543	0,821

Sumber : Data Penelitian, diolah

Berdasarkan hasil uji signifikansi dan *paired sample t-test* untuk AARPST dan CAARPST dividen tunai naik dan dividen tunai turun menunjukkan bahwa H_0 tidak dapat ditolak. Dari hasil uji statistik kelompok dividen tunai naik, AARPST saham selama 5 hari setelah pengumuman adalah sebesar 0,004371 dengan standar deviasi sebesar 0,0624769. Untuk kelompok dividen tunai turun AARPST saham 5 hari setelah pengumuman adalah sebesar $-0,02229$ dengan standar deviasi sebesar 0,201772. Sedangkan CAARPST untuk dividen naik adalah sebesar $-0,141584$ dengan standar deviasi 1,00227 dan untuk dividen turun CAARPST adalah sebesar $-0,206215$ dengan standar deviasi sebesar 1,01067..

Hasil uji statistik menunjukkan probabilitas AARPST sebesar 0,544 dan CAARPST sebesar 0,821. Kedua probabilitas lebih besar dari 0,05, sehingga bisa disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara AARPST dividen tunai naik dan dividen tunai turun setelah pengumuman.

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Prasetiono (2000) dan Amiruddin (2003), yang menyatakan bahwa tidak ada

perbedaan yang signifikan di antara AAR saham kelompok dividen tunai naik dengan kelompok dividen tunai turun.

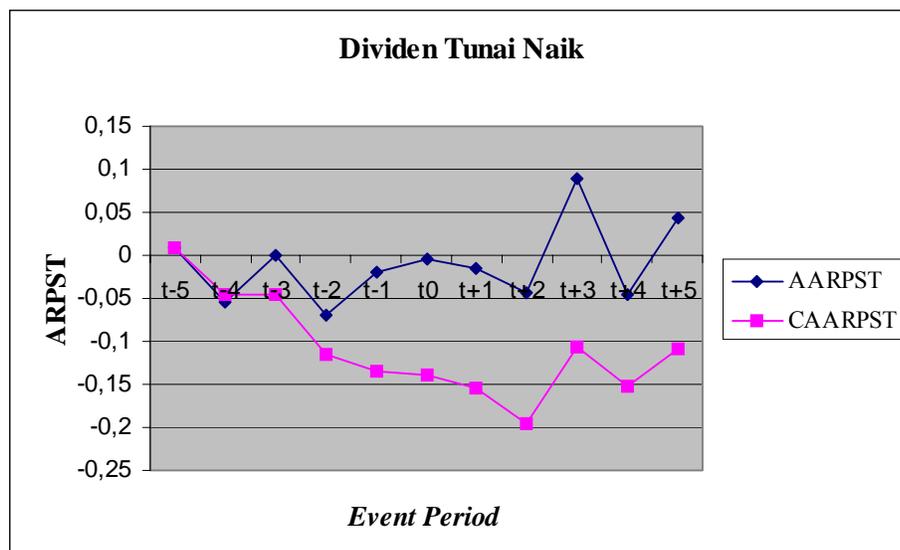
4.4 Pembahasan

4.4.1 Uji Hipotesis-1

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk mengetahui apakah reaksi harga saham positif terhadap pengumuman dividen tunai naik. Hasil dari pengujian hipotesis pertama dapat digunakan oleh investor sebagai sinyal prospek *earning* perusahaan. Dari hasil pengujian menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul pada 11 hari perdagangan selama *event period*. *Abnormal return* muncul dengan dua arah yang berbeda yaitu negatif dan positif.

Pergerakan *abnormal return* untuk dividen tunai naik selama *event period* dapat dilihat pada gambar berikut ini :

Gambar 4.1
Pergerakan AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Naik 2001-2004
Selama Event Period



Sumber : Data Penelitian, diolah

Dari gambar 4.1 terlihat adanya AARPST positif pada hari t-5, t-3, t+3, dan t+5. Selebihnya terjadi AARPST negatif, yaitu pada hari t-4, t-2, t-1, t0, t+1, dan t+2, yang berarti *actual return* investor lebih rendah dari *expected return*.

Berdasarkan uji statistik diperoleh hasil bahwa pada t0 tidak ada AARPST positif yang signifikan pada α sebesar 5% dan ada AARPST yang signifikan pada 3 hari setelah pengumuman (t+3). AARPST positif yang signifikan tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman dividen tunai naik mengandung berita baik bagi investor. Karena adanya asimetri informasi antara investor dan manajemen dan kondisi dimana investor dihadapkan pada ketidakpastian investasinya, pengumuman dividen tunai naik dapat dijadikan sinyal untuk memperkirakan prospek earning perusahaan di masa datang.

Munculnya *abnormal return* negatif sebelum pengumuman mengindikasikan adanya kebocoran informasi, dimana investor sudah mengetahui adanya rumor tentang pembagian dividen, namun karena masih terjadi kesimpangsiuran menyebabkan investor bereaksi negatif terhadap *return* saham perusahaan tersebut. Adanya *abnormal return* negatif sebelum pengumuman bisa disebabkan karena investor masih menunggu informasi yang lebih jelas dan mengurangi transaksi yang terkait dengan rumor pengumuman dividen tunai tersebut, sehingga menyebabkan harga saham turun (Salvida, 2003).

Sedang munculnya *abnormal return* saham negatif sesudah pengumuman terjadi kemungkinan disebabkan investor melakukan aksi *profit taking* (mencari keuntungan) dengan menjual saham yang harganya sudah jauh meningkat sebagai

akibat adanya pengumuman dividen untuk memperoleh *gain* yang cukup besar., yang menyebabkan harga saham turun. Hal ini terjadi pada t_0 sampai dengan $t+2$. Adanya kenaikan dividen meningkatkan ekspektasi investor terhadap prospek *earning* perusahaan, sehingga menyebabkan kenaikan harga saham akibat dari banyaknya permintaan saham. Pada $t+4$ *abnormal return* kembali mengalami penurunan, hal ini disebabkan karena investor kembali melakukan aksi *profit taking*.

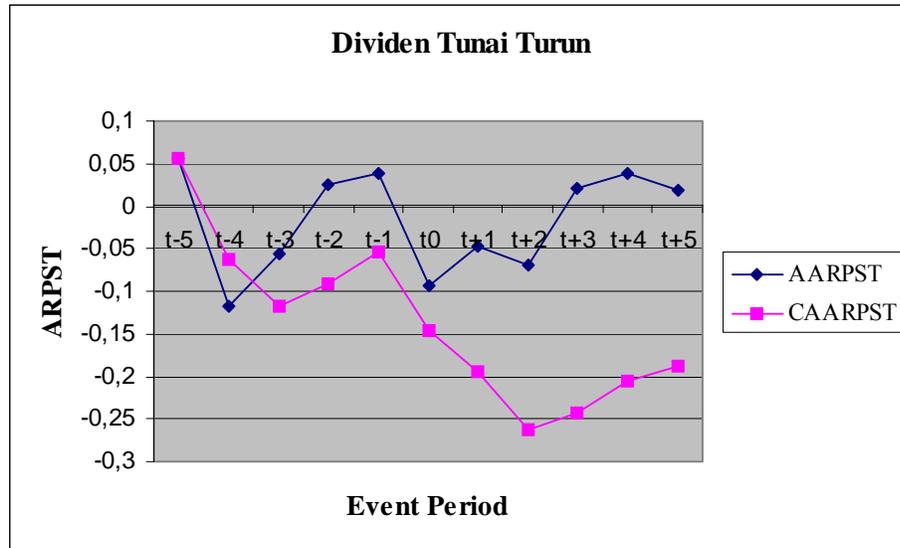
Pada gambar 4.1 dapat juga dilihat perkembangan CAARPST selama *event period*. Hasil uji menunjukkan ada penurunan CAARPST 3 hari sebelum pengumuman ($t-3$) sampai dengan 2 hari setelah pengumuman ($t+2$). Penurunan CAARPST tertinggi pada $t+2$. Pada $t+3$ CAARPST mengalami kenaikan yang cukup drastis. Hal ini disebabkan karena adanya *abnormal return* positif. Jika investor membeli saham dan menjualnya secara harian pada $t-3$ sampai dengan $t+2$ maka akan merugi, sementara bila investor membeli dan menjual saham pada $t+3$ maka akan memperoleh *abnormal return* positif.

4.4.2 Uji Hipotesis-2

Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk mengetahui apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai turun.. Hasil pengujian hipotesis kedua dapat digunakan investor sebagai sinyal prospek *earning* perusahaan. Dari hasil pengujian menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul pada 11 hari perdagangan selama *event period*. *Abnormal return* muncul dengan dua arah yang berbeda yaitu negatif dan positif.

Pergerakan *abnormal return* untuk dividen tunai turun selama *event period* dapat dilihat pada gambar berikut ini :

Gambar 4.2
Pergerakan AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Turun 2001-2004
Selama *Event Period*



Sumber : Data Penelitian, diolah

Pada gambar 4.2 tampak adanya AARPST positif pada hari t-5, t-2, t-1, t+3, t+4 dan t+5. Sebaliknya terjadi *abnormal return* negatif, yaitu pada hari t-4, t-3, t0, t+1 dan t+2, yang berarti *actual return* investor lebih rendah dari *expected return*. Sedangkan untuk CAARPST selama *event period* semuanya negatif.

Berdasarkan pada gambar 4.2, pada hari-hari sebelum t0 (*pra event day*) saham bergerak naik pada kisaran positif. Kenaikan AARPST sebelum t0 menunjukkan bahwa investor amat berharap adanya isyarat positif yang tersirat pada publikasi dividen. Pada saat pengumuman (t0) AARPST menurun drastis sebab investor merespon publikasi ini sebagai informasi negatif dan menjual

sahamnya. Akibatnya harga saham menurun, dan pada akhirnya menurunkan *return* saham. Pada 1 hari setelah pengumuman *abnormal return* kembali mengalami kenaikan, namun tidak signifikan.

Perkembangan CAARPST selama *event period* dapat dilihat pada gambar 4.2. Pada gambar 4.2 tampak bahwa ada peningkatan CAARPST pada hari-hari sebelum t_0 , namun tidak berlanjut hingga t_0 . Pada t_0 sampai dengan $t+2$ CAARPST mengalami penurunan dan pada $t+2$ sampai dengan $t+5$ CAARPST kembali mengalami peningkatan tetapi tidak signifikan

Dari hasil uji statistik, selama *event period* tidak terdapat AARPST dan CAARPST yang signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi penurunan dividen bukan merupakan informasi yang bernilai bagi investor. Tidak adanya reaksi harga saham dari pengumuman penurunan dividen tunai kemungkinan disebabkan oleh investor menganggap bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai *prospect earning* atau kinerja dan kemampulabaan baik di masa mendatang.

Tidak adanya *abnormal return* negatif yang signifikan bisa juga disebabkan karena investor menganggap penurunan pembayaran dividen tunai bukan karena perusahaan kesulitan likuiditas namun meningkatkan laba ditahan dengan tujuan reinvestasi (Kartini, 2001). Dengan tidak adanya reaksi harga saham dari pengumuman penurunan dividen tunai mengindikasikan bahwa investor tidak menurunkan ekspektasi mereka terhadap kinerja dan kemampulabaan perusahaan sehingga tidak terjadi penurunan harga saham. Pada

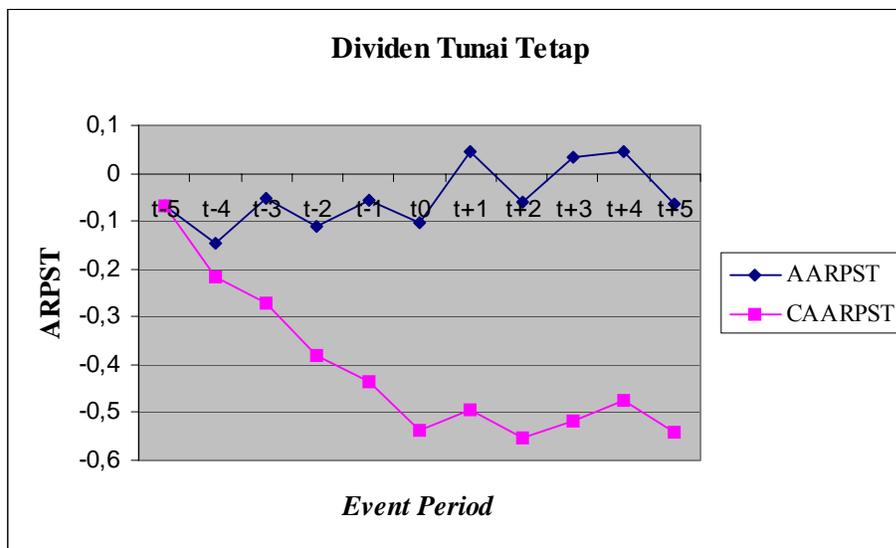
kondisi ini sebaiknya investor mengambil posisi “wait”, tidak berada pada posisi “jual” maupun posisi “beli”.

4.4.3 Uji Hipotesis-3

Pengujian hipotesis ketiga dilakukan untuk mengetahui apakah reaksi harga saham negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap. Hasil pengujian hipotesis ketiga dapat digunakan investor sebagai sinyal prospek *earning* perusahaan. Dari hasil pengujian menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul pada 11 hari perdagangan selama *event period*. *Abnormal return* muncul dengan dua arah yang berbeda yaitu negatif dan positif.

Pergerakan *abnormal return* untuk dividen tunai tetap selama *event period* dapat dilihat pada grafik berikut ini :

Gambar 4.3
Pergerakan AARPST dan CAARPST Dividen Tunai Tetap 2001-2004
Selama Event Period



Sumber : Data Penelitian, diolah

Pada gambar 4.3 tampak adanya AARPST positif pada hari $t+1$, $t+3$, dan $t+4$. Selebihnya terjadi *abnormal return* negatif, yaitu pada hari $t-5$, $t-4$, $t-3$, $t-2$, $t-1$, t_0 , $t+2$ dan $t+5$, yang berarti *actual return* investor lebih rendah dari *expected return*.

Berdasarkan hasil uji statistik tampak bahwa pada 4 hari sebelum pengumuman ($t-4$) muncul AARPST negatif yang signifikan. Adanya AARPST negatif yang signifikan pada 4 hari sebelum pengumuman ($t-4$) mengindikasikan adanya kebocoran informasi ke pasar sebelum tanggal pengumuman (t_0), karena sebagian investor mendapat akses informasi dari dalam perusahaan dan menggunakannya untuk bertransaksi. Antisipasi atau kebocoran informasi mengakibatkan adanya *average abnormal return* sebelum pengumuman. Investor sudah mengantisipasi pengumuman pembayaran dividen tunai tetap 4 hari sebelum pengumuman ($t-4$). Investor cepat bereaksi begitu ada kebocoran informasi adanya penurunan dividen tunai, hal ini ditunjukkan oleh adanya AARPST negatif yang signifikan pada $t-4$. Pada hari pasca t_0 , AARPST mengalami kenaikan namun tidak signifikan.

Perkembangan CAARPST selama *event period* dapat dilihat pada gambar 4.3. CAARPST negatif yang signifikan terjadi pada $t-4$ sampai dengan $t+2$. Pada gambar 4.3 tampak bahwa CAARPST pada hari-hari sebelum t_0 sampai dengan t_0 mengalami penurunan terus menerus. Pada $t+1$ CAARPST mengalami kenaikan namun tidak signifikan.

Pada 4 hari sebelum pengumuman ($t-4$), investor langsung merespon negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai tetap dan terus

berlangsung sampai dengan 2 hari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan kepanikan dari investor dan mengakibatkan situasi *bearish market*. Kepanikan ini terjadi karena para investor berusaha mengamankan investasinya, sehingga berusaha menjualnya pada harga berapapun yang ditawarkan.

Adanya AARPST dan CAARPST negatif yang signifikan selama *event period* mengindikasikan bahwa informasi yang terdapat pada dividen tetap mengandung berita buruk. Investor menganggap perusahaan membayar dividen tetap karena sedang mengalami kesulitan likuiditas sehingga investor menurunkan ekspektasi mereka terhadap kinerja perusahaan dan terjadi penurunan harga saham (Jogiyanto, 2000). Jika investor membeli dan menjual saham secara harian selama *event period*, maka investor akan meraih *abnormal return* negatif, dengan kata lain investor akan rugi.

4.4.4 Uji Hipotesis-4

Hasil uji beda dari reaksi harga saham yang ditimbulkan oleh pengumuman pembayaran dividen tunai naik dan dividen tunai turun yang tertera pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik dengan reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai turun. Kenyataan ini memberikan arti bahwa muatan informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan tidak mempunyai makna yang berbeda dengan muatan informasi turunnya dividen tunai yang dibagikan. Tidak adanya perbedaan reaksi harga saham dari pengumuman pembayaran dividen

tunai naik dengan reaksi harga saham dividen tunai turun menunjukkan tidak adanya preferensi investor dalam berinvestasi diantara dua kategori tersebut. Hal ini bisa juga disebabkan karena investor kritis dalam merespon sinyal dari emiten. Dalam mengambil keputusan investasi, investor tidak hanya melihat dari dividen yang dibayarkan oleh emiten tetapi juga mempertimbangkan informasi-informasi lain yang berkaitan dengan emiten.

Hasil pengujian hipotesis keempat dalam penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Prasetiono (2000), yaitu reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik tidak berbeda secara signifikan dengan reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen turun. Menurut Prasetiono (2000), tidak bermaknanya muatan informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan bisa disebabkan karena (i) Informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan dapat diduga sebelum pengumuman dividen itu sendiri dibagikan. (ii) Para investor kurang memperhatikan faktor fundamental emiten, termasuk diantaranya isi informasi dividen, tetapi lebih memperhatikan arah pergerakan harga saham untuk memperoleh *capital gain*. (iii) Banyaknya informasi lain diluar informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan yang diperkirakan mempengaruhi pergerakan harga saham.

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji reaksi harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai serta menguji apakah reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman dividen tunai naik berbeda dari reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman dividen tunai turun.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut :

1. Hasil dari uji statistik hipotesis pertama menunjukkan bahwa AARPST saham perusahaan untuk kelompok sampel dividen tunai naik, ditemukan adanya *abnormal return* positif yang signifikan pada 3 hari setelah pengumuman, sedangkan untuk CAARPST tidak ada yang signifikan. Kenyataan ini memberikan arti bahwa naiknya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 2001-2004 memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa mendatang sehingga menyebabkan reaksi harga saham positif.
2. Hasil uji statistik hipotesis kedua menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman dividen tunai turun tidak menimbulkan AARPST dan CAARPST negatif yang signifikan. Kenyataan ini memberikan arti bahwa turunnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 2001-2004 tidak

memberikan muatan informasi tentang prospek menurunnya pendapatan emiten di masa yang akan datang.

3. Hasil uji statistik hipotesis ketiga menunjukkan bahwa selama *event period* terdapat AARPST negatif yang signifikan pada t-4 dan CAARPST negatif yang signifikan pada t-4 sampai dengan t+2. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman pembayaran dividen tunai tetap memberikan sinyal negatif terhadap investor atau memberikan muatan informasi tentang prospek menurunnya pendapatan emiten di masa yang akan datang.
4. Dari hasil pengujian hipotesis keempat yaitu uji beda dua rata-rata *abnormal return* saham antara dividen tunai naik dengan dividen tunai turun menunjukkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman dividen tunai naik dengan rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman dividen tunai turun.

5.2 Implikasi Kebijakan

Penelitian ini memberikan implementasi manajerial yang memungkinkan para investor untuk memperhatikan sinyal yang diberikan emiten melalui pengumuman dividen tunai dan investor perlu menyadari bahwa keputusan dalam melakukan investasi di pasar modal yang telah dilakukan didasarkan pada informasi yang dipublikasikan. Investor harus lebih kritis dalam menanggapi sinyal yang diberikan oleh emiten khususnya ketika akan mengambil keputusan investasi saham. Investor juga harus mempertimbangkan tingkat pertumbuhan

emiten serta informasi-informasi lain yang berkaitan dengan emiten. Selain itu investor juga perlu menyadari terjadinya kebocoran informasi dari pihak manajemen mengenai akan dibagikannya dividen tunai.

Informasi (pengumuman dividen tunai) yang diberikan oleh pasar modal (BEJ) kepada masyarakat seharusnya lebih transparan dan cepat. Hal ini dimaksudkan agar pelaku pasar modal seperti investor dapat segera mengantisipasi informasi yang diberikan dalam melakukan keputusan investasi.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai. Namun demikian penelitian ini masih mengandung keterbatasan-keterbatasan, antara lain :

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel sebanyak 76 perusahaan, yaitu 24 perusahaan yang membayar dividen tunai naik, 24 perusahaan yang membayar dividen tunai turun dan 28 perusahaan yang membayar dividen tunai tetap dengan periode pengamatan hanya 4 tahun yaitu tahun 2001-2004.
2. Penelitian ini hanya melihat reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai tanpa mempertimbangkan variabel pertumbuhan perusahaan.
3. Dalam penelitian ini hanya menguji perbedaan reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai naik dengan

reaksi harga saham yang ditimbulkan dari pengumuman pembayaran dividen tunai turun.

5.4

Saran

Berdasarkan pada kesimpulan dan keterbatasan penelitian yang ada, terdapat beberapa saran agar penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan reaksi harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai lebih sempurna. Adapun beberapa saran tersebut adalah sebagai berikut :

1. Berdasarkan kesimpulan hipotesis 1,2 dan 3, maka untuk meningkatkan *external validity* penelitian, maka disarankan untuk penelitian yang akan datang menggunakan sampel penelitian yang lebih banyak dan periode penelitian yang lebih panjang untuk memberikan gambaran reaksi harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen tunai yang lebih jelas. Jumlah sampel yang lebih banyak dan periode pengamatan yang lebih panjang diharapkan akan memberikan hasil yang lebih baik.
2. Berdasarkan kesimpulan hipotesis 4, maka disarankan untuk penelitian selanjutnya menggunakan kelompok sampel yang berbeda, misalnya perusahaan yang membayar dividen meningkat dan mengalami pertumbuhan serta perusahaan yang membayar dividen meningkat tetapi tidak mengalami pertumbuhan. Hal ini dilakukan untuk melihat rasionalitas investor dalam pengambilan keputusan manajerial.
3. Pada penelitian selanjutnya disarankan untuk perlu mempertimbangkan hasil RUPS untuk mencegah terjadinya hasil penelitian yang bias akibat dari kebocoran informasi, sehingga pengumuman dividen bukan merupakan informasi yang "*up to date*" bagi investor dalam mengambil keputusan.

DAFTAR PUSTAKA

- Amiruddin Umar, dkk. (2003), “Reaksi Harga Saham terhadap Publikasi Dividen Kasus Di BEJ Periode 1997-2001”, *Jurnal Riset Ekonomi Manajemen*. Vol.3, No.2, Mei
- Anto Dajan, (1996), “*Pengantar Metode Statistik Jilid 2*”, LP3S, Jakarta
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, (1999), “Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham Periode 1994-1996”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (JRAI)*, Vol.2, No.1, Januari, P.91-116
- Bandi dan Jogiyanto, (2000), “Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (JRAI)*, Vol.3, No.2, Juli, p.203-213
- Benartzi, S. , R, Michaely and R. Thaler, (1997), “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?”, *Journal of Finance*, Vol.52.
- Brigham and Houston, J. F. (1998), “*Fundamentals of Financial Management*”, Eight Edition, Harcourt Inc.
- Brown, Stephen J, dan Warner, Jerold B, (1985) “Using Daily Stock Return : The Case of Event Studies”, *Journal of Finance Economics*14,hal 3-31
- Copeland, E. Thomas & J. Fred Weston, 1995, *Managerial Finance 9th ed*, The Dryden Press, USA
- Dhillon and Johnson, (1994), “The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices”, *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, No.1, March
- Dian Wismar’ain, (2004), “*Reaksi Pasar Atas Pengumuman Right Issue terhadap Abnormal Return dan Likuiditas Saham (Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta)*”, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro
- Doddy Setiawan dan Jogiyanto Hartono, (2002), “Penguujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan : Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan”, *Simposium Nasional Akuntansi 5, Semarang 5-6 September*
- Eduardus Tandelilin, (2001), “*Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*”, Edisi pertama, BPFE, Yogyakarta

- Elton, E. J dan M. Gruger, 1995, “*Modern Portofolio Theory and Investment Analysis*”, Ed. 5, John Willy and Sons Inc, Toronto
- Emilia Frida, 2002, “Transfer Informasi Intra Industri di sekitar Pengumuman Perubahan Dividen”, *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi* , P213-233.
- Gelb, David S, (1999), “Corporate Signalling with Dividend, Stock Repurchase, and Accounting Disclosure : An Empirical Study”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance* : 99-120.
- Imam Ghozali, (2001), “*Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*”, BPFE Universitas Diponegoro Semarang.
- Jogiyanto H. M, (2000), “*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*”, Edisi 3, BPFE UGM, Yogyakarta
- Kartini, (2001), “Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen Di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Siasat Bisnis*, No.6, Vol.2.
- Kritzman, M.P, (1994), “About Event Study”, *Financial Analysis Journal*, November-Desember,p.17-20
- Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arief Setiawan, 1998, “ Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996)”, *Kelola Vol.VII No. 18 Universitas Gajah Mada Yogyakarta*
- Ngesti Wahyu Utami, (2001), “*Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen : Kasus pada Dividen Initiation, Dividen Omission, dan Dividen Cut (Studi di Bursa Efek Jakarta Periode 1995-1999)*”, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro
- Peterson, P. Pamela, (1989), “Event Studies : A Review of Issues and Methodology Quarterly”, *Journal of Business and Economic Summer*, Vol.28, No.3. p.36-65
- Prasentiono, (2000), “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return Saham Di Bursa Efek Jakarta”, *Media Ekonomi dan Bisnis*, Vol.XII No.1, Juni
- Robert Ang, (1997), “*Pasar Modal Indonesia*”, Media Soft Indonesia
- Salvida Dwi Prasetyana, (2003), “*Transfer Informasi Intra Industri atas Pengumuman Dividen Saham (Studi Terhadap Perusahaan-Perusahaan*

yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Periode 1996-2000)”, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Sri Mulyati, (2003), “Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai Dan Dividend Yield Di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 8, Vol.2, Desember

Suad Husnan, (1998), “*Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*”, UPP AMP YKPN, Yogyakarta

Suparmono, (2000), “Dividend Announcement Effect On Stock Returns : A Test of The Signaling Hypothesis In The Indonesian Stock Market”, *Gajahmada International Journal Of Business*, September, Vol 2., No. 3,p.351-365