

# **ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN DEVIDEN TERHADAP ABNORMAL RETURN: PENGUJIAN SIGNALING HYPOTHESIS DI BURSA EFEK JAKARTA**

*Indah Kurniawati \*)*

## **ABSTRACT**

Dividend Announcement has been a debatable and puzzling phenomenon for financial theorists, for there is inconsistency between the theory and practice. Theoretically, Dividend announcement will increase the profit for investors, while in practice, some empirical evidences show that market tends to react differently to the announcement of Dividend.

The Objective of this study is to investigate the impact of dividend announcement for abnormal return on the market reaction. This study investigates whether investors respond differently to signaling hypothesis. Sample consist of 25 stocks performing the dividend during the period 1992-1996.

The Examination of market reaction of dividend announcement made use of Single Index Model (William Sharpe, 1963) and correcting the beta bias made use of Fowler and Rorke Method (1983) with four lags and four leads.

The results of this study show that the dividend announcement is positively responded statistically and significantly responded by the market around the date of dividend announcement. So, this empirical results support the hypothesis signalling.

**Keyword:** dividend announcements, abnormal return, beta corrected, signalling hypothesis.

## **PENDAHULUAN**

Kebijakan deviden sampai saat ini masih merupakan teka-teki yang masih terus diperdebatkan. Perbedaan itu berkisar tentang apakah deviden dapat dikatakan sebagai *good news* atau *bad news* bagi para pemegang saham atau investor, atau dengan kata lain bahwa dapatkah deviden itu dijadikan sebagai sinyal tentang nilai perusahaan (*value of firm*) di masa sekarang dan masa yang akan datang.

Deviden dianggap memiliki sinyal yang baik dan dapat dipercaya. Manajer perusahaan menggunakan deviden sebagai salah satu sarana untuk menginformasikan kepada pasar mengenai prospek masa depan perusahaan. Harapan investor mengenai prospek masa depan perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Harapan investor ini tergantung pada informasi yang mereka peroleh mengenai perusahaan tersebut. Hal ini berdasarkan bahwa investor akan menganggap deviden sebagai sinyal yang bagus jika perusahaan memiliki kebijakan meningkatkan devidennya. Sebaliknya, investor akan menganggap

---

\*) Indah Kurniawati, SE., M.Si., adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Ahmad Dahlan Yogyakarta.

dividen sebagai sinyal prospek masa depan perusahaan yang kurang cerah, jika perusahaan menurunkan devidennya. Perubahan harga saham karena pembagian dividen yang tidak stabil ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi (Brigham dan Gapenski, 1999).

Pengujian secara empiris terhadap pengumuman dividen telah banyak dilakukan dengan hasil yang tidak konsisten. Pettit (1972) menemukan bahwa pasar melakukan reaksi yang sangat cepat terhadap pengumuman peningkatan atau penurunan dividen. Namun, Watts (1973) menemukan bahwa perubahan dividen hanya membawa informasi yang sedikit mengenai laba masa depan perusahaan dan tidak ditemukan *abnormal return* di sekitar pengumuman dividen. Healy dan Palepu (1988) menguji sampel 131 perusahaan yang membayar dividen pertamakalinya dan 172 perusahaan yang menghapus dividen pertamakalinya antara tahun 1969 dan 1980. Temuannya menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan untuk membayar atau menghapus dividen pertamakalinya ditafsirkan oleh pasar sebagai ramalan perusahaan mengenai peningkatan dan penurunan laba masa depan. Hal ini mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang diajukan oleh Miller & Modigliani (1961).

Hasil yang berbeda ditemukan oleh Gonedes (1978) yang melakukan penelitian terhadap 285 perusahaan, selama kurun waktu 1946 – 1972. Temuannya menunjukkan bahwa dividen tidak memiliki kandungan informasi karena tidak memberikan sinyal perubahan laba di masa depan.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali reaksi pasar terhadap pengumuman dividen saham yang dilakukan oleh emiten. Penelitian ini difokuskan pada respon pasar terhadap pengumuman dividen meningkat dan pengumuman dividen menurun yang ditandai dengan adanya *abnormal return* di seputar tanggal pengumuman dividen tersebut. Khusus untuk reaksi pasar yang diukur dengan menggunakan *abnormal return*, penelitian ini juga akan melihat signifikansi respon dari para pelaku di pasar modal tersebut.

## PERUMUSAN MASALAH

1. Apakah pengumuman dividen akan direspon oleh para pelaku pasar modal di Bursa Efek Jakarta?
2. Apakah pasar melakukan reaksi yang positif terhadap pengumuman dividen yang meningkat?
3. Apakah pasar melakukan reaksi yang negatif terhadap pengumuman dividen yang menurun?

## TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Kebijakan dividen mempengaruhi *return* yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jangka panjang. Ada dua pendekatan mengenai kebijakan dividen tersebut yakni:

1. Sebagai kebijakan pendanaan jangka panjang. Pendekatan ini berpandangan bahwa laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan merupakan sumber dana jangka panjang yang dapat biasanya digunakan untuk mendanai pengembangan usaha. Oleh karena itu, pembagian dividen akan mengakibatkan terjadinya penekanan pada perkembangan usaha atau memaksa pencairan dana ekstern. Jika perusahaan memiliki rencana pengembangan usaha yang cukup bagus maka sumber dana dari dalam perusahaan perlu ditingkatkan
2. Sebagai kebijakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Pendekatan ini berpandangan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang kuat terhadap harga pasar dari saham yang beredar. Oleh karena itu, manajer dituntut untuk membagikan dividen sebagai *reward* yang diharapkan oleh seorang investor untuk membeli saham tersebut.

Sementara itu, ada tiga pandangan mengenai kebijakan dividen ini yaitu:

1. Dividen tidak relevan. Pandangan ini disampaikan oleh Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1996. MM berpendapat

bahwa kebijakan deviden tidak relevan, karena deviden sama sekali tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau biaya modalnya. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan nilai investasi asetnya, bukan pada besarnya laba yang dibagi sebagai deviden atau besarnya laba yang tidak dibagi kepada para investor. Oleh karena itu, tidak akan pernah ada kebijakan deviden optimal karena setiap *shareholder* dapat menciptakan kebijakan devidennya sendiri. Hal ini disebabkan karena jika perusahaan tidak membayarkan deviden, *shareholder* dapat menciptakan sendiri dengan cara menjual sahamnya. Sebaliknya, jika perusahaan membagikan deviden yang lebih tinggi dari keinginan investor, maka investor dapat menggunakan deviden yang tidak diinginkan tersebut untuk membeli tambahan saham perusahaan. Sehingga apabila investor bisa menjual dan membeli saham untuk menentukan kebijakan devidennya sendiri tanpa menimbulkan pajak atau biaya-biaya lainnya, maka kebijakan deviden perusahaan menjadi tidak relevan lagi. Oleh karena itu, investor yang menginginkan tambahan deviden harus mencadangkan biaya komisi untuk menjual saham dan membayar pajak atas *capital gains*, sedangkan investor yang tidak menginginkan deviden harus membayar pajak atas deviden yang tidak diinginkan dan mencadangkan biaya komisi untuk membeli saham. Adanya pajak dan biaya komisi tersebut, maka kebijakan deviden menjadi tidak relevan,

- 2 Deviden dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Teori yang dikemukakan oleh Gordon (1959) dan Litnert (1956) ini biasa disebut dengan teori *bird-in-the-hand*. Gordon dan Litnert berpendapat bahwa pembagian deviden lebih baik daripada *capital gain*, karena investor memandang satu burung di tangan lebih berharga dibandingkan seribu burung di udara sehingga perusahaan semestinya menawarkan *dividen yield* yang lebih tinggi.

- 3 Deviden menurunkan tingkat kesejahteraan pemegang saham

Teori ini dikemukakan oleh Litzenger dan Ramaswamy pada tahun 1979. Pandangan ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* dibandingkan dengan deviden, hal

ini disebabkan karena pertimbangan pajak yang dikenakan terhadap *capital gain* lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan membagikan deviden yang rendah jika ingin memaksimalkan nilai sahamnya. Para investor lebih menyukai pembagian deviden yang lebih rendah dibandingkan yang tinggi karena pajak dari *capital gains* maksimum pada rate 20%, sedangkan pajak dari pendapatan deviden pada rate di atas 39,6%. Oleh karena itu, kesejahteraan investor (yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian besar deviden) terletak pada kesenangan mereka untuk menguasai perusahaan dan menanamkan kembali *earnings* mereka dalam bisnis. Pertumbuhan *earnings* akan mengarah pada harga saham yang lebih tinggi, dan pajak *capital gains* akan digantikan oleh pajak deviden yang lebih tinggi. Selain itu, pajak tidak dibayar sampai *gains* saham terjual. Karena efek nilai waktu, pajak yang dibayar dimasa yang akan datang mempunyai *effective cost* yang lebih rendah daripada pajak yang dibayarkan saat ini. Jika saham dimiliki seseorang hingga dia meninggal, maka tidak akan ada pajak *capital gains* yang ditanggung. Karena keuntungan pajak ini, investor lebih suka menguasai sebagian besar *earnings* mereka di perusahaan. Sehingga, investor akan bersedia membayar lebih banyak untuk perusahaan yang *low-payout* dibandingkan untuk perusahaan yang *high-payout*.

Selain ketiga teori tersebut, teori *signaling* dan *contracting* dapat juga digunakan untuk menjelaskan masalah deviden. Kedua teori ini bertentangan dalam menjelaskan manfaat kebijakan deviden. Teori *signaling* menganggap bahwa informasi deviden dapat berarti *good news* bagi investor karena perusahaan mempunyai *free cash flow* dari hasil operasi perusahaan yang akan dibagi, sementara teori *contracting* menganggap bahwa informasi tersebut adalah *bad news*, karena menunjukkan ketidakmampuan manajemen melakukan reinvestasi atas adanya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan.

Teori *signaling* dalam sains komunikasi, digunakan dalam disiplin sains akuntansi untuk menjelaskan dan memprediksi pola perilaku komunikasi manajer kepada publik. Teori *signaling* dalam akuntansi salah satu fungsinya adalah untuk menilai adanya

informasi *private*. Dalam pasar modal, pelaku pasar melakukan keputusan ekonomi dengan dasar informasi publikasian, pengumuman, konferensi pers, dan *filling* kepada regulator. Namun demikian, para manajer masih tetap mempunyai informasi privat yang memuat nilai perusahaan yang sebenarnya.

Informasi *private* kadang-kadang mengindikasikan bahwa nilai perusahaan lebih tinggi dari yang terefleksikan dalam harga saham saat ini. Upaya manajer untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham adalah dengan mengkomunikasikan *good news* kepada pasar untuk meningkatkan harga saham.

Pada perkembangannya, *signaling theory* diterapkan untuk mengakses informasi *private* dari manajemen. Beberapa riset empiris mencatat pemanfaatan pola kebijakan deviden meningkat (*dividend-signalling-theory*) sebagai proksi penilaian arus kas masa depan perusahaan. Beberapa literatur *finance* juga menjelaskan kebijakan *open-market repurchases (OMR-signalling theory)* sebagai sinyal bahwa harga saham emiten *underpriced*.

Berbagai teori tersebut membuat deviden menjadi sesuatu yang menarik untuk diteliti. Perbedaan temuan riset selama ini diberbagai tempat mengindikasikan bahwa riset empiris yang berkaitan dengan deviden memang mempunyai domain teori yang berbeda. Hasil berbagai riset tersebut juga mengindikasikan perbedaan pandangan masyarakat tentang deviden. Berikut ini diuraikan beberapa hasil riset empiris.

Watts (1973) menguji proposisi bahwa pengetahuan tentang deviden sekarang akan meningkatkan prediksi tentang laba di masa yang akan datang. Watts menguji apakah laba tahun ke depan dapat dijelaskan oleh laba dan deviden tahun sekarang atau laba dan deviden satu tahun sebelumnya. Berdasarkan pengujian terhadap 310 perusahaan dari tahun 1946-1967. Hasil temuannya menunjukkan bahwa 10% yang mempunyai koefisien marjinal.

Gonedes (1976) menguji secara empiris dua sinyal potensial perusahaan, yaitu perubahan deviden dan komponen extraordinary laba akuntansi. Sampel yang digunakan 285 perusahaan yang merupakan "*information sample*", dan 208 perusahaan sebagai "*control sample*" dengan periode tahun 1946-1972. Hasil penelitiannya menunjukkan bukti yang tidak konsisten dengan pandangan bahwa deviden atau sinyal item-

item extraordinary merefleksikan informasi oleh sinyal laba dalam periode yang sama.

Benartzi *et al.* (1997) meneliti 255 pengumuman deviden menurun dan 4249 pengumuman deviden meningkat dalam periode 1979-1991. Hasil risetnya menunjukkan bahwa untuk jangka pendek yaitu tiga hari di sekitar pengumuman deviden terdapat reaksi pasar yang signifikan. Temuannya juga menunjukkan hubungan yang positif dan proporsional antara *return* tidak normal (*abnormal return*) dengan deviden. Adapun pengujian tentang hubungan antara perubahan laba sebelum pengumuman deviden dengan perubahan deviden, ditemukan bahwa perusahaan yang menaikkan deviden pada tahun t-0 mempunyai peningkatan laba yang signifikan pada tahun t-1 dan t-0, sedangkan pengujian mengenai hubungan perubahan deviden dengan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang, menunjukkan korelasi yang tidak signifikan.

Penelitian yang telah dilakukan di Indonesia adalah penelitian yang dilakukan oleh Suparmono (2000) terhadap pengumuman deviden di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama kurun waktu 1991-1998. Hasil temuannya menunjukkan pengumuman deviden direaksi oleh para pelaku pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*. Selain itu, investor di BEJ lebih bereaksi terhadap *good news* dibandingkan *bad news*. Hasil lain yang penting dari penelitiannya Suparmono adalah kenaikan deviden selalu diawali dengan kenaikan laba. Hal ini berarti manajer di Indonesia menaikkan deviden setelah yakin kinerja perusahaan telah mengalami peningkatan. Penelitian yang dilakukan oleh Suparmono ini belum mempertimbangkan Bursa Efek Jakarta sebagai pasar yang tipis.

Berdasarkan argumentasi dan temuan empiris di atas, diturunkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H1** : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman deviden yang meningkat di Bursa Efek Jakarta

Teori kandungan informasi deviden menyebutkan bahwa pasar menganggap penurunan deviden sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menurunkan deviden.

Lintner (1956) berargumen bahwa kenaikan deviden merupakan sinyal dari manajemen mengenai kepercayaan mereka bahwa laba akan mengalami peningkatan secara permanen di masa depan. Pemberian sinyal ini membutuhkan *cost*, maka hanya perusahaan yang berprospek yang mampu menanggungnya. Apabila sinyal tersebut diberikan oleh perusahaan yang tidak berprospek maka perusahaan tersebut tidak akan mampu menanggung *signaling cost*, yang pada gilirannya justru akan merugikan investor, sehingga apabila kenaikan deviden tersebut berasal dari perusahaan yang berprospek ekonomis, maka pasar akan bereaksi secara positif dan sebaliknya, jika perusahaan menurunkan deviden maka pasar akan bereaksi secara negatif.

Berdasarkan argumentasi dan temuan empiris di atas diturunkan hipotesis sebagai berikut:

**H2** : Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman deviden yang menurun di Bursa Efek Jakarta.

**METODE PENELITIAN**

Penelitian ini merupakan *event study* dengan *windows periods* 11 hari perdagangan yaitu pengujian berdasarkan pengamatan harga saham lima hari sebelum tanggal pengumuman, pada saat pengumuman, dan lima hari setelah tanggal pengumuman. Lamanya *estimation period* yang digunakan adalah seratus hari sebelum *event windows*.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil secara *purposive sampling*, sehingga sampel penelitian berasal dari populasi yang memenuhi kriteria tertentu yang sesuai dengan penelitian ini. Kriteria pemilihan sampel tersebut sebagai berikut:

1. Saham terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta
2. Mengumumkan deviden yang meningkat dan menurun dalam periode pengamatan .
3. Tidak mengumumkan atau mengeluarkan kebijakan lain seperti *stock split*, *right issue*, *bonus shares* (saham bonus) atau pengumuman lainnya di periode *windows*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data deviden per saham dan data harga saham dari

perusahaan-perusahaan yang mengumumkan pembagian deviden selama periode 1992-1996. Data yang diperlukan merupakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Sampel yang diperoleh dibersihkan dari pengumuman *stock split*, *stock deviden*, pengumuman merger dan akuisisi dan pengumuman laba untuk menghindari *confounding effect*.

Berdasarkan beberapa kriteria tersebut di atas maka diambil 25 perusahaan yang mengumumkan deviden meningkat dan 25 perusahaan yang mengumumkan deviden menurun. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah Single Index Model digunakan oleh William Sharpe, (1963)

Pasar Modal di Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta merupakan pasar modal yang perdagangannya tidak sinkron. Hal ini terjadi karena Bursa Efek Jakarta merupakan pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar yang tipis (*thin market*) sehingga harus disesuaikan terlebih dahulu karena mengandung bias. Hartono dan Suriyanto (1999) melakukan penelitian mengenai bias yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Kesimpulan yang diperoleh adalah metode beta koreksi Fowler dan Rorke (1983) dengan periode koreksi empat *lead* dan empat *lags*. Metode ini dianggap paling mampu untuk mengoreksi bias beta di Bursa Efek Jakarta.

Mengestimasi beta dengan metode koreksi Fowler dan Rorke

$$R_{it} = a_i + b_4 R_{mt-4} + b_3 R_{mt-3} + b_2 R_{mt-2} + b_1 R_{mt-1} + b_0 R_{mt} + b_4 R_{mt+4} + b_3 R_{mt+3} + b_2 R_{mt+2} + b_1 R_{mt+1} + e_{it}$$

Besarnya beta perusahaan ke-i yang telah dikoreksi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Arif dan Johnson, 1990):

$$b_i = W_4 b_{i-4} + W_3 b_{i-3} + W_2 b_{i-2} + W_1 b_{i-1} + b_0 + W_1 b_{i+1} + W_2 b_{i+2} + W_3 b_{i+3} + W_4 b_{i+4}$$

Bobot yang digunakan untuk mengalikan koefisien-koefisien regresi untuk empat lead dan empat lag dihitung dengan rumus sebagai berikut (Arif dan Johnson, 1990):

$$W1 = \frac{1 + 2r1 + 2r2 + 2r3 + 2r4}{1 + 2r1 + 2r2 + 2r3 + 2r4}$$

$$W2 = \frac{1 + 2r1 + 2r2 + r3 + r4}{1 + 2r1 + 2r2 + 2r3 + 2r4}$$

$$W3 = \frac{1 + 2r1 + r2 + r3 + r4}{1 + 2r1 + 2r2 + 2r3 + 2r4}$$

$$W4 = \frac{1 + r1 + r2 + r3 + r4}{1 + 2r1 + 2r2 + 2r3 + 2r4}$$

Besarnya r1, r2, r3, r4, diperoleh dari persamaan regresi sebagai berikut (Hartono dan Suriyanto, 1999)

$$R_{mt} = a_i + r1R_{mt-1} + r2R_{mt-2} + r3R_{mt-3} + r4R_{mt-4} + e_t$$

**Pengujian abnormal return saham**

Abnormal return sering disebut sebagai excess return untuk suatu saham pada periode tertentu. Abnormal return ini merupakan selisih return yang sesungguhnya terjadi pada suatu periode dengan return yang diharapkan (expected return) pada periode tersebut (Peterson, 1989). Persamaan matematisnya sebagai berikut :

$$AR_{it} = Rit - E(Rit)$$

Penentuan besarnya return saham yang diharapkan E (Rit) menggunakan market model yang digunakan Brown and Warner (1985) dalam event study

$$E(Rit) = \alpha_i + \beta_i R_m$$

Tujuan pengujian signifikansi abnormal return ini adalah untuk melihat signifikansi abnormal return secara statistik. Signifikansi tidak sama dengan nol apabila bertanda positif berarti dianggap sebagai berita yang baik, sedangkan apabila memiliki tanda negatif dianggap sebagai berita yang buruk. T-test ini dilakukan dengan cara mencari standarisasi dari nilai abnormal return dengan nilai kesalahan standar estimasinya (standard error of the estimate) untuk masing-masing sekuritas, sedangkan cara yang digunakan untuk menentukan kesalahan standar estimasi berdasarkan deviasi standar return harian pada periode estimasi. Adapun model tersebut dapat dirumuskan:

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t-1}^{i2} R_{ij} - R_t}{T - 2}}$$

**PENGUJIAN EMPIRIS DAN HASIL**

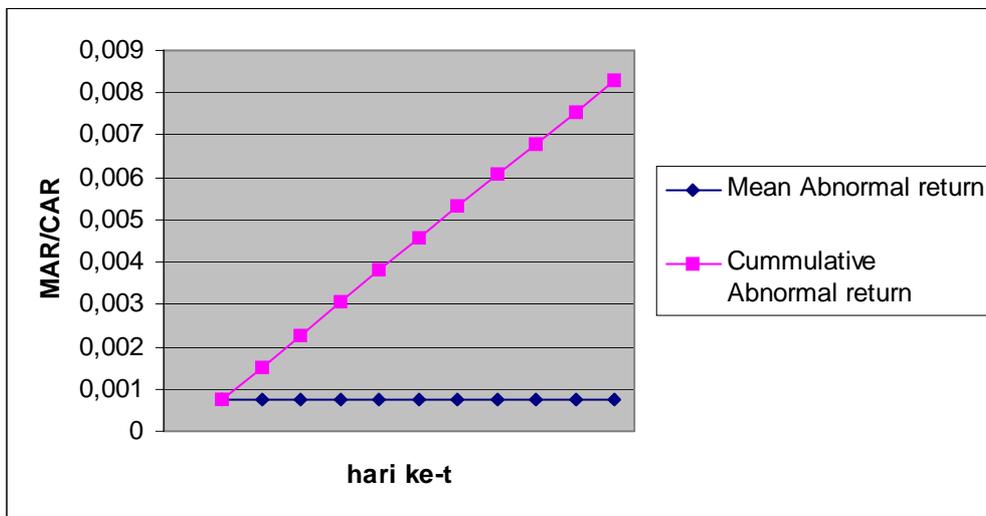
**A. Pengujian Reaksi Pasar terhadap Perusahaan Yang Mengumumkan Dividen Meningkat**

Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat pada perusahaan ini ditunjukkan oleh adanya abnormal return di seputar tanggal pengumuman dividen. Hasil perhitungan mean abnormal return dan Cumulative abnormal return pada perusahaan besar yang menjadi sampel penelitian selama periode peristiwa (windows period) tercantum pada tabel di bawah ini:

**Tabel 1**  
**Hasil Perhitungan *mean abnormal return* dan *cummulative abnormal return* pada perusahaan yang mengumumkan deviden meningkat (25 perusahaan)**

Hari ke-t	<i>Mean abnormal return</i>	<i>Cummulative abnormal return</i>
-5	0,0007556	0,0007556
-4	0,0007596	0,0015152
-3	0,0007648	0,00228
-2	0,0007688	0,0030488
-1	0,000754	0,0038028
0	0,0007536	0,0045564
2	0,0007512	0,0053076
3	0,000748	0,0060556
4	0,0007524	0,006808
5	0,0007532	0,0075612
5	0,0007368	0,008298

Hasil pengolahan SPSS



Berdasarkan tabel dan grafik di atas dapat dilihat bahwa pada hari t+5 sampai t-5 terdapat *abnormal return* positif. Terlihat dari h-5 menuju h-1, reaksi pasar yang positif tersebut semakin meningkat, hal ini mengindikasikan bahwa sebenarnya perusahaan yang mengumumkan deviden meningkat ini telah memberikan

sinyal yang positif yang diterbitkan ke para pelaku di pasar modal, selain itu hal ini juga mengindikasikan bahwa perusahaan yang mengumumkan deviden secara meningkat, dianggap oleh pasar memiliki kinerja yang lebih bagus daripada perusahaan yang mengumumkan deviden yang stabil atau bahkan

menurun. Akan tetapi pada hari pengumuman deviden, pasar melakukan reaksi yang menurun, hal ini terlihat dari *abnormal return* yang diterima oleh pasar pada hari t-0 sampai hari t+2 yang mengalami penurunan *abnormal return*. Meskipun pada hari t+3 menuju hari t+4, *abnormal return* mengalami kenaikan. Sementara itu pada hari t+5 *return* saham kembali bergerak turun yang ditandai dengan adanya *abnormal return* yang negatif. Respon pasar yang menurun ini ada kemungkinan pasar memberikan *underestimate* terhadap perusahaan yang mengumumkan deviden

meningkat di mana peningkatan pembayaran deviden tersebut tidak signifikan. Tetapi secara garis besar perusahaan tetap memberikan respon yang positif terhadap perusahaan yang mengumumkan deviden meningkat.

Pengujian hipotesis pertama menggunakan uji statistik *t-test* yang bertujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa. Signifikansi ini merupakan signifikansi *abnormal return* secara statistik tidak sama dengan nol. Hasil pengujian signifikansi ini terlihat pada tabel berikut:

**Tabel 2**  
**Hasil pengujian signifikansi *abnormal return* selama *windows period***

Hari ke-t	Mean <i>Abnormal return</i>	t-hitung	Keterangan
-5	0,0007556	0,147376	Tidak Signifikan
-4	0,0007596	-8607,322	Tidak Signifikan
-3	0,0007648	1,003379	Tidak Signifikan
-2	0,0007688	1,305565	Tidak Signifikan
-1	0,000754	0,917825	Tidak Signifikan
0	0,0007536	-2,168919	Tidak Signifikan
1	0,0007512	-4,856559	Tidak Signifikan
2	0,000748	1,120864	Tidak Signifikan
3	0,0007524	-1,05623	Tidak Signifikan
4	0,0007532	0,457005	Tidak Signifikan
5	0,0007368	1,518039	Tidak Signifikan

Tampak pada tabel bahwa nilai t-hitung dari hari t-5 sampai t+5 menunjukkan angka yang lebih kecil dari t-tabel yakni sebesar 1,708. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap perusahaan yang mengumumkan deviden meningkat, tidak signifikan meskipun reaksinya positif yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang positif.

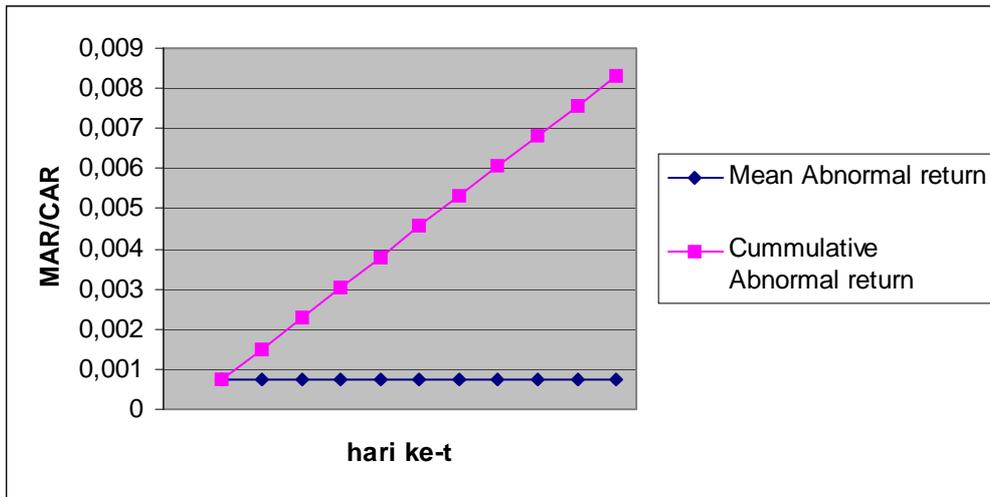
**B. Pengujian Reaksi Pasar Terhadap Perusahaan Yang Mengumumkan Deviden Menurun**

Reaksi pasar terhadap pengumuman deviden menurun pada perusahaan ini ditunjukkan oleh adanya *abnormal return* di seputar tanggal pengumuman deviden. Hasil perhitungan *mean abnormal return* dan *Cummulative abnormal return* pada perusahaan besar yang menjadi sampel penelitian selama periode peristiwa (*windows period*) tercantum pada tabel di bawah ini:

**Tabel 3**  
**Hasil Perhitungan *mean abnormal return* dan *cummulative abnormal return***  
**pada perusahaan yang mengumumkan deviden menurun (25 perusahaan)**

Hari ke-t	<i>Mean abnormal return</i>	<i>Cummulative abnormal return</i>
-5	0,0010704	0,0010704
-4	0,0010636	0,002134
-3	0,0010672	0,0032012
-2	0,0010684	0,0042696
-1	0,0010668	0,0053364
0	0,0010716	0,006408
1	0,0010696	0,0074776
2	0,0010708	0,0085484
3	0,0011052	0,0096536
4	0,0011242	0,0107778
5	0,0011496	0,0119274

Hasil pengolahan SPSS



Berdasarkan tabel dan grafik di atas dapat dilihat bahwa pada hari t-5 sampai t+2 *abnormal return* yang terdapat dipasar modal menunjukkan nilai yang tidak stabil, meskipun *abnormal return* nya masih bernilai positif. Sementara itu pada hari t+2 sampai hari t+5 *abnormal return* yang dapat diterima oleh para pelaku pasar mengalami peningkatan yang positif.

Reaksi pasar yang positif tersebut semakin meningkat, hal ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar telah memiliki *asymetry information* yang menyebabkan pasar melakukan reaksi yang tidak sesuai dengan kondisi yang sesungguhnya atau dengan kata lain, para pelaku di pasar modal lebih memfokuskan pada pengumuman yang lain, bukan pada pengumuman

deviden yang menurun atau para pelaku pasar tidak memperhatikan penurunan tersebut. Tetapi secara garis besar perusahaan tetap memberikan respon yang positif terhadap perusahaan yang mengumumkan deviden menurun.

Untuk pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan pengujian statistik yaitu melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa. Untuk hal tersebut digunakan pengujian t (*t-test*). Hasil pengujian tersebut tercantum pada tabel berikut ini:

**Tabel 4**  
**Hasil pengujian signifikansi *abnormal return* selama *windows period***

Hari ke-t	Mean <i>Abnormal return</i>	t-hitung	Keterangan
-5	0,0010704	-1,307627043	Tidak Signifikan
-4	0,0010636	-0,410983454	Tidak Signifikan
-3	0,0010672	1,065674942	Tidak Signifikan
-2	0,0010684	-15811,04604	Tidak Signifikan
-1	0,0010668	-0,348945346	Tidak Signifikan
0	0,0010716	2,609171201	Signifikan
1	0,0010696	2,166053214	Signifikan
2	0,0010708	1,180576671	Tidak Signifikan
3	0,0011052	-2,227923026	Tidak Signifikan
4	0,0011242	-2,32054516	Tidak Signifikan
5	0,0011496	-1,783870206	Tidak Signifikan

Tampak pada tabel bahwa nilai t-hitung dari hari t-5 sampai t-1 menunjukkan angka yang lebih kecil dari t-tabel yakni sebesar 1,708. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap perusahaan yang mengumumkan deviden menurun, tidak signifikan meskipun reaksinya di hari t-3 positif yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang positif. Sedangkan pada t-0 dan sehari setelah pengumuman deviden tersebut, *abnormal return* positif yang diperoleh para pelaku pasar menunjukkan hal yang signifikan. Sementara itu pada hari hari berikutnya yakni t+2 sampai t+5, *abnormal return* yang terjadi di bursa efek Jakarta menunjukkan ketidaksignifikannya.

**SIMPULAN**

Berdasarkan hasil pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman deviden dapat disimpulkan bahwa pasar di Bursa Efek Jakarta melakukan respon terhadap pengumuman deviden baik pada pengumuman deviden meningkat ataupun

pengumuman deviden menurun. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku pasar dapat menangkap sinyal yang diberikan oleh perusahaan emiten yang mengumumkan pengumuman tersebut, dimana ternyata pengumuman deviden tetap dianggap sebagai sinyal yang menunjukkan kondisi kinerja keuangan perusahaan yang bagus meskipun pengumuman deviden tersebut merupakan pengumuman deviden yang menurun. Hal ini terlihat pada adanya *abnormal return* yang positif disekitar tanggal pengumuman deviden baik deviden yang meningkat atau deviden menurun. Meskipun secara keseluruhan reaksi pasar tersebut menunjukkan reaksi yang tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena para pelaku pasar masih menganggap bahwa pengumuman deviden yang menunjukkan kebijakan deviden pada perusahaan tersebut sebenarnya tidak mempengaruhi nilai perusahaan sehingga tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Sehingga penelitian ini mendukung pada teori MM yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani pada tahun 1961.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph dan Itzak Swary, 1980, "Quarterly Dividends and Earnings Announcement and Stockholders Return : An Empirical Analysis", *The Journal of Finance* 35 (Maret) 1-12
- Amsari, M. Ishak, 1993., *Pengaruh Dividen terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia*, Tesis S-2, UGM.
- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely dan Richard H Thealer, "Do Changes in Dividend Signal the Future or the past?", *The Journal of Finance* 32 (Juli) : 1007 – 12034
- Brooks, Raymond M, 1996, : "Changes in Asymmetric Information at Earning and Dividend Announcements:" *Journal of Business, Finance & Accounting* 23 (April) : 359 – 378
- Christie, William G. 1994. "Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut off all ?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 ( September ) : 359\_480
- Darmadji Tjiptono & Hendy M.F., "Pasar Modal di Indonesia", *Salemba Empat*, Jakarta, 2001.
- Firth, Michael. 1996. " Dividend changes, abnormal return and Intra-Industry Firm Valuation ", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 ( Juni ) : 189-211
- Fitrianti, Tetet dan Jogiyanto Hartono, 2000. " Analisis Korelasi Pokok IOS dengan realisasi pertumbuhan, Kebijakan Pendaan dan Deviden". *Makalah disampaikan pada SNA III di Jakarta tanggal 5 September 2000.*
- Gonedes, Nicholas J. 1978 " Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium : Evidence on Dividend, Income and Extraordinary Items ", *Journal of Accounting Research* 16 ( Spring ) : 26-79
- Gordo, MJ., " Dividends, earnings and Stock prices", *Review of Economics and Statistics*, May 1959
- Hartono, Jogiyanto dan Suriyanto. 2000. " Bias in beta values and Its correction : Empirical Evidence from the Jakarta Stock Exchange, *Gajah Mada International Journal of Business* 2 ( September ) : 337-350
- Lintern, J., " Distribution of Incomes of Corporation among dividends, retained earnings and taxes", *American Economics Review*, 1956
- Hartono, Jogiyanto. 1999. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi edisi pertama*, Yogyakarta : *BPFE UGM*
- Miller, M.H and Modigliani. " Dividend policy, growth and the valuation of shares", *journal of Business*, October 1961
- Miller, m.h and M.S Scholes, " Dividends and taxes" , *Journal of financial economics*, Desember 1978.
- Suparmono. 2000. " Dividend Announcement Effects on Stock Return : A test of Signalling Hypthesis in the Indonesian Stock Market ", *Gajah Mada International Journal of Business* 2 ( September ) : 351-368
- Watts, R.L, " The Information Content of Dividends," *Journal of Business* 46 ( April 1973)