

1. DIVIDEN

2. BOOK CR... IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

KK

TE 24/00

PAN

P

TESIS

**PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN
TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM
DI BURSA EFEK JAKARTA
(STUDI TENTANG EFISIENSI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1997)**

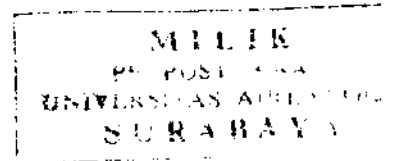


MILIK
PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA

oleh :
PRASETIONO
NIM.099612192/M

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
1999**

**PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN
TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM
DI BURSA EFEK JAKARTA
(STUDI TENTANG EFISIENSI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1997)**



TESIS
*Untuk memperoleh Gelar Magister
dalam Program Studi Ilmu Manajemen
pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga*

oleh :
PRASETIONO
NIM 099612192 M

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
1999**

TESIS INI TELAH DIUJIKAN DAN DINILAI

Tanggal : 4 Maret 1999

Pukul : 07.30 - 09.30 WWBI

Oleh Tim Penilai Ujian Tesis :

Ketua : Dr. Ida Bagus Made Santika, SE

Anggota : 1. Drs. Ec. Djoko Mursinto, M.Ec.

2. Drs. Ec. Budiman Chr., MA., Ph. D.

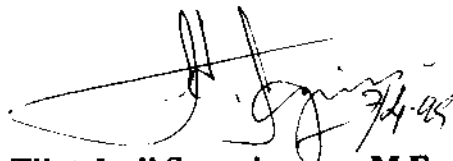
3. Drs. Ec. H. Karyadi Mitaroem, MS

4. Prof. Drs. Ec. V. Henky Supit, Akt

Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Manajemen

Program Pascasarjana Universitas Airlangga



Drs. Ec. Tjiptohadi Sawariuwono, M.Ec, Ph.D., Ak.

NIP 131 123 695

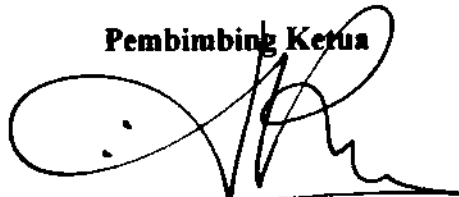
LEMBAR PENGESAHAN

TESIS INI TELAH DISETUJUI

TANGGAL : 22 Pebruari 1999

Oleh:

Pembimbing Ketua

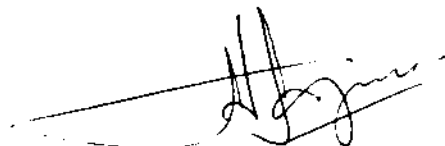


Drs. Ec. Dioko Mursinto, M Ec.

NIP. 130 935 811

Mengetahui,

Ketua Program Studi Ilmu Manajemen
Program Pascasarjana Universitas Airlangga



Drs. Ec. Tjiptohadi Sawariuwono, M Ec., Ph.D., Ak

NIP. 131 123 695

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, akhirnya penelitian dan penulisan tesis yang berjudul Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap *Abnormal Return* Saham di Bursa Efek Jakarta (Studi tentang Efisiensi Bursa Efek Jakarta Tahun 1997) dapat penulis selesaikan.

Penyelesaian penulisan tesis ini tidak terlepas dari bimbingan serta bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis benar-benar merasa bersyukur dan berterima kasih yang sebesar-besarnya terutama kepada:

1. Bapak Drs. Ec. Djoko Mursinto, M Ec. selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktunya untuk membimbing penulis, hingga selesainya penulisan tesis ini.
2. Bapak Drs. Ec. Tjiptohadi Suwarjuwono, M Ec., Ph.D., Akt., selaku Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Program Pascasarjana Universitas Airlangga, yang telah memberikan arahan dan tuntunannya selama ini.
3. Rektor Universitas Airlangga, dan Direktur Program Pascasarjana, yang telah memberi kesempatan, fasilitas dan kemudahan kepada penulis selama mengikuti pendidikan Program Pascasarjana (S2) di Universitas Airlangga Surabaya.
4. Rektor Universitas Diponegoro Semarang, Bapak Prof. Ir. Eko Budihardjo, MSc, yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk mengikuti pendidikan S2 di Universitas Airlangga Surabaya.
5. Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Bapak Drs. Daryono Rahardjo, MM yang telah memberikan dorongan kepada penulis untuk menyelesaikan studi ini.
6. Adik Krishna Dwi Setiawan, SE dan Muhammad Nur, SE, Akt, Corporate Finance PT Bepede Jateng Securities, yang telah banyak membantu memberikan masukan serta data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

7. Istriku tercinta Endang Nurnaningsih dan anaku Maya, Reni dan Gista yang telah dengan setia berdoa dan mengorbankan segalanya dalam mendampingi penulis dalam suka maupun duka untuk mendukung keberhasilan studi ini.
8. Berbagai pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu, yang telah memberikan dorongan serta bantuan moral kepada penulis selama menjalani pendidikan.

Akhirnya tanpa mengurangi penghargaan kepada Bapak Pembimbing, penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu sangat diharapkan koreksi dan saran yang positif demi penyempurnaan isi tesis ini.

Surabaya, Pebruari 1999

Penulis

RINGKASAN

Penelitian ini berusaha untuk mempelajari pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* saham di Bursa Efek Jakarta. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui bermakna-tidaknya muatan informasi yang terkandung dalam naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 yang diukur dari rata-rata *abnormal return* saham, sekaligus untuk mengetahui efisiensi Bursa Efek Jakarta tahun 1997.

Sampel penelitian sebanyak 30 saham, terdiri dari 15 saham yang dividen tunainya naik dan 15 saham yang dividen tunainya turun. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling*, yaitu saham yang paling aktif diperdagangkan pada masing-masing sektor industri serta memperoleh pembagian dividen tunai yang berbeda antara tahun 1996-1997.

Model yang digunakan adalah uji beda rata-rata dengan nilai yang dihipotesiskan dan uji beda di antara rata-rata dua kelompok. Pengujian didasarkan pada taraf nyata 5%.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham positif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Namun, informasi turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Informasi naiknya dividen tunai tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi turunnya dividen tunai. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum maupun sesudah pengumuman dividen, baik untuk saham sampel kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun.

Kesimpulan hasil penelitian adalah pengumuman dividen tidak berpengaruh secara nyata terhadap *abnormal return* saham, kecuali untuk dividen turun. Naiknya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 tidak cukup signifikan dalam memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Demikian pula turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997, tidak cukup signifikan dalam memberikan muatan informasi tentang prospek menurunnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan pula bahwa Bursa Efek Jakarta pada periode amatan (1997) belum efisien.

ABSTRACT

The research attempts to have a deep study on the effect of the dividend announcement towards the stock abnormal return at Jakarta Stock Exchange. The objective of the research is to get the knowledge whether or not the fluctuation of the cash dividend dealt in 1997 which is based on the average stock abnormal return gave useful information and all advance to detect the efficiency of the Jakarta Stock Exchange in 1997.

There are 30 shares for research sample consisting of 15 cash dividend rising shares and 15 other shares of decreasing cash dividend. The method used is purposive sampling, by using the most trade in stock that get different cash dividend in 1996-1997 in each industrial sector.

The model used is a test on the difference between means and that in the hypothesis, and a test on the difference between two groups means. The test is based on the level of significant at 5%.

The result shows that the information of the rise of cash dividend that was dealt in 1997 did not cause average positive stock abnormal return which is significantly difference from zero. However, the information of the degrees of cash dividend dealt in 1997 caused average negative abnormal return which is significantly from zero. There was no significant difference between the average stock abnormal return before or after the announcement of dividend, both for the share of the rising dividend group sample and the decreasing dividend group.

The conclusion of the research is that the announcement of dividend has no real effect on the stock abnormal return except for the decreasing dividend. The rise of cash dividend dealt in 1997 was not significant enough in providing information concerning the prospect of the rise of emitted the income in the future, and so was the decrease of cash dividend. In addition this research also finds out that the Jakarta Stock Exchange was not efficient yet within the year 1997.

DAFTAR ISI

	Halaman
Lembar Pengesahan	i
Ucapan Terima Kasih	ii
Ringkasan	iv
Abstract	v
Daftar Isi	vi
Daftar Tabel	ix
Daftar Lampiran	xi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	18
1.3 Tujuan Penelitian	18
1.4 Manfaat Penelitian	19
1.5 Sistematika Penulisan	20
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	24
2.1 Penelitian Terdahulu	24
2.2 Landasan Teori	31
2.2.1 Pengertian dan Fungsi Pasar Modal	31
2.2.2 Struktur Aktivitas dan Kualitas Pasar Modal	35
2.2.3 Risiko dan Tingkat Keuntungan Investasi Saham di Pasar Modal	40
2.2.4 Konsep Model Indeks Tunggal (<i>Single Index Market Model</i>)	43
2.2.5 Efisiensi Informasional Pasar Modal dan Pengujiannya	45
2.2.6 Kebijakan dan Kandungan Informasi Dividen	54
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	62
3.1 Kerangka Konseptual	62
3.2 Hipotesis	64
3.3 Model Analisis	64

BAB IV METODE PENELITIAN	72
4.1 Identifikasi Variabel	72
4.2 Definisi Operasional Variabel	72
4.3 Jenis dan Sumber Data	75
4.4 Prosedur Penentuan Sampel	76
4.5 Prosedur Pengumpulan Data	80
4.6 Teknik Analisis	80
BAB V GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN	89
5.1 Gambaran Umum Kinerja Bursa Efek Jakarta	89
5.1.1 Sejarah Perkembangan Bursa Efek Jakarta	89
5.1.2 Kinerja Bursa Efek Jakarta Pasca Deregulasi	100
5.1.3 Kinerja Finansial Emiten Secara Sektoral	103
5.2 Gambaran Umum Sampel Penelitian	111
5.2.1 Kinerja Finansial Emiten Tahun 1995-1996	111
5.2.3 Tingkat Keuntungan Investasi dan Besarnya Dividen yang Dibagikan	120
5.2.4 Tanggal Pengumuman dan Tanggal Pembayaran Dividen	124
BAB VI HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS HASIL PENELITIAN	128
6.1 Diskripsi Variabel	128
6.1.1 Harga Saham dan <i>Actual Return</i> Saham Sebelum Pengumuman Dividen	128
6.1.2 Indeks Harga Saham Gabungan dan <i>Market Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen	132
6.1.3 Harga Saham dan <i>Actual Return</i> Saham Setelah Pengumuman Dividen	133
6.1.4 <i>Expected Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen	137

6.1.5 <i>Abnormal Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen	145
6.2 Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis	150
6.2.1 Pengaruh Peristiwa Pengumuman Dividen Terhadap Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham	151
6.2.2 Perbedaan Pengaruh Antara Informasi Dividen Naik dan Informasi Dividen Turun Terhadap Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham	156
6.2.3 Perbedaan Antara Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen	158
6.3 Pembahasan	161
BAB VII KESIMPULAN DAN SARAN	175
7.1 Kesimpulan	175
7.2 Saran	177
DAFTAR PUSTAKA	179

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
Tabel 5.1 Perkembangan Jumlah Emiten dan Saham yang Tercatat di BEJ Tahun 1977 sampai 1997	94
Tabel 5.2 Jumlah Emiten Tercatat, IHSG dan Aktivitas Perdagangan di BEJ Tahun 1989 -1997	101
Tabel 5.3 Pertumbuhan PDB, Kurs Rupiah dan Suku Bunga Deposito di Indonesia Tahun 1989-1997	102
Tabel 5.4 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari Earning Per Share Secara Sektoral di BEJ per Desember 1995-1997	105
Tabel 5.5 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari EPS dan IHSG Secara Sektoral di BEJ per Desember 1995-1997	108
Tabel 5.6 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari EPS dan PBV Secara Sektoral di BEJ per Desember 1995-1997	109
Tabel 5.7 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari IHSG,PER dan PBV Secara Sektoral di BEJ per Desember 1995-1997	110
Tabel 5.8 Sampel Penelitian Dilihat dari Naik Turunnya Operating Profit Margin dan Net Profit Margin Tahun 1996 Dibandingkan Tahun 1995	114
Tabel 5.9 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari Operating Profit Margin dan Net Profit Margin Tahun 1995-1996	116
Tabel 5.10 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari Return On Investment dan Return On Equity	118
Tabel 5.11 Kinerja Finansial Emiten Dilihat dari Return On Investment dan Earning Per Share dan Divident Per Share	122
Tabel 5.12 Tanggal Pengumuman dan Tanggal Pembayaran Dividen Sampel Penelitian	126

Tabel 6.1 Harga Saham dan Individual Return Harian Saham Sampel, 100 Hari Sebelum Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	131
Tabel 6.2 Harga Saham Sampel Setelah Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	134
Tabel 6.3 Actual Return Saham Sampel Setelah Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	135
Tabel 6.4 Rekapitulasi Hasil Uji Statistik Regresi Linier Sampel Penelitian	139
Tabel 6.5 Expected Return Saham Sampel Sebelum Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	141
Tabel 6.6 Expected Return Saham Sampel pada Tanggal dan Setelah Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	143
Tabel 6.7 Abnormal Return Saham Sampel Sebelum Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	147
Tabel 6.8 Abnormal Return Saham Sampel pada Tanggal dan Setelah Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997	149
Tabel 6.9 Rekapitulasi Hasil Uji Statistik Rata-rata Abnormal Return Saham Dengan Adanya Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997 (Kelompok Dividen Naik)	153
Tabel 6.10 Rekapitulasi Hasil Uji Statistik Rata-rata Abnormal Return Saham Dengan Adanya Pengumuman Dividen di BEJ Tahun 1997 (Kelompok Dividen Turun)	153
Tabel 6.11 Rekapitulasi Hasil Uji Statistik Beda di antara Rata-rata Abnormal Return Saham Kelompok Dividen Naik dan Kelompok Dividen Turun di BEJ Tahun 1997	157
Tabel 6.12 Rekapitulasi Hasil Uji Statistik Beda di antara Rata-rata Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen Kelompok Dividen Naik dan Kelompok Dividen Turun di BEJ Tahun 1997	161

DAFTAR LAMPIRAN

No.Lampiran	Halaman
1. Data harga saham, indeks harga saham, <i>individual return</i> (R_{it}), <i>market return</i> (R_{mt}) harian sampel penelitian sebelum pengumuman dividen.	182-212
2. Hasil uji regresi linier antara <i>individual return</i> (R_{it}) dan <i>market return</i> (R_{mt}) masing-masing saham sampel.	213-243
3. Harga saham, indeks harga saham gabungan, <i>individual return</i> (R_{it}), <i>market return</i> (R_{mt}), <i>expected return</i> (ER_{it}), dan <i>abnormal return</i> (AR_{it}) masing-masing saham sampel selama 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen, kelompok dividen naik.	244-248
4. Harga saham, indeks harga saham gabungan, <i>individual return</i> (ER_{it}), <i>market return</i> (R_{mt}), <i>expected return</i> (ER_{it}), dan <i>abnormal return</i> (AR_{it}) masing-masing saham sampel selama 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen, kelompok dividen turun.	249-252
5. Data list <i>abnormal return</i> (AR_{it}) saham selama 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen serta hasil uji statistik rerata <i>abnormal return</i> (AAR_{it}) saham mulai dari tanggal pengumuman dividen sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen, kelompok dividen naik.	253-260
6. Data list <i>abnormal return</i> (AR_{it}) saham selama 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen serta hasil uji statistik rerata <i>abnormal return</i> (AAR_{it}) saham mulai dari tanggal pengumuman dividen sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen, kelompok dividen turun.	261-268
7. Data list <i>abnormal return</i> (AR_{it}) saham kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun mulai sejak tanggal pengumuman dividen sampai dengan 5 hari sesudah pengumuman dividen serta hasil uji statistik beda di antara rerata <i>abnormal return</i> (AAR_{it}) saham kelompok dividen naik dan dividen turun.	269-272

8. Data list *abnormal return* (AR_{it}) saham kelompok dividen naik selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman dividen serta hasil uji statistik beda di antara rerata *abnormal return* (AAR_{it}) saham sebelum dan sesudah pengumuman dividen, kelompok dividen naik. 273-276
9. Data list *abnormal return* (AR_{it}) saham kelompok dividen turun selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman dividen serta hasil uji statistik beda di antara rerata *abnormal return* (AAR_{it}) saham sebelum dan sesudah pengumuman dividen, kelompok dividen turun. 277-280

BAB I

PENDAHULUAN



1.1 Latar Belakang Masalah

Sebagaimana disebutkan dalam Pidato Kenegaraan tanggal 4 Januari 1996, bahwa pertumbuhan ekonomi dalam Repelita VI, ditargetkan sebesar 7,1%. Berdasarkan target pertumbuhan ekonomi tersebut, jumlah investasi yang dibutuhkan selama Repelita VI terkoreksi menjadi sebesar Rp 815 trilyun, di mana 77% diantaranya diharapkan bersumber dari swasta, baik swasta nasional maupun swasta asing. Komitmen ini menimbulkan tuntutan bagi pemerintah untuk menciptakan iklim investasi yang kondusif, sehingga dapat merangsang kegiatan investasi yang lebih agresif, guna pencapaian target pertumbuhan ekonomi. Demikian pula dengan prasarana ekonomi, perlu dikembangkan dalam upaya untuk memperlancar aliran dana untuk memenuhi kebutuhan kegiatan investasi.

Pasar modal sebagai salah satu wahana untuk memobilisasi dana dari masyarakat baik domestik maupun asing, mempunyai peranan yang strategis dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan investasi. Oleh karena itu pengembangan pasar modal dalam upaya memobilisasi dana dari masyarakat perlu ditingkatkan. Bagi negara, pengembangan pasar modal memberikan manfaat dalam pembentukan modal domestik, sehingga memungkinkan negara membiayai kebutuhan investasi yang besar dengan alokasi sumber dana yang lebih kecil. Dalam kacamata otoritas

moneter, *capital inflows* dalam bentuk investasi tidak langsung yang dilakukan masyarakat, yaitu melalui pembelian saham di pasar modal (pasar perdana), sangat menguntungkan dilihat dari neraca pembayaran. Berbeda dengan bantuan luar negeri, baik *official aid* maupun *private debt*, *capital inflows* dalam bentuk penjualan saham di pasar modal (pasar perdana) tidak memiliki kewajiban membayar kembali pada masa berikutnya. Dengan demikian, pengembangan pasar modal akan semakin memperkuat posisi neraca pembayaran, sekaligus menguatkan stabilitas eksternal dari perekonomian negara.

Bagi dunia usaha swasta, pengembangan pasar modal memungkinkan perusahaan memperoleh alternatif sumber pembiayaan usaha yang relatif lebih murah dibandingkan dengan sistem perbankan. Melalui pendanaan di pasar modal, dunia usaha dapat meminimalkan biaya modalnya secara lebih optimal dibandingkan jika perusahaan lebih mengandalkan sumber pendanaan dari kredit perbankan. Bagi investor, pengembangan pasar modal memungkinkan mereka (investor) memiliki banyak pilihan investasi sesuai preferensi risikonya. Investor dapat dengan mudah dan cepat untuk merubah keputusan investasinya dengan cara menjual suatu saham serta membeli saham (sekuritas) yang lain. Hal ini mustahil bisa dilakukan dalam investasi *riil assets* dengan tanpa menimbulkan kerugian yang besar bagi investor. Dengan pengembangan pasar modal, memungkinkan investor melakukan diversifikasi investasi dengan melalui kepemilikan berbagai jenis saham (sekuritas) dengan jumlah dana yang relatif kecil dibandingkan jika investor harus melakukan

diversifikasi investasi yang secara langsung terlibat kegiatan operasi perusahaan. Dengan demikian, pengembangan pasar modal memungkinkan pemodal dapat menurunkan risiko investasinya dengan jumlah dana yang relatif kecil, yaitu melalui diversifikasi investasi berbagai jenis saham yang dimiliki.

Seiring dengan tuntutan pertumbuhan ekonomi tersebut, menimbulkan dorongan yang kuat bagi pemerintah untuk membenahi serta mengembangkan pasar modalnya. Berbagai herregulasi dan deregulasi yang dilakukan pemerintah melalui beberapa paket kebijakan sejak tahun 1983 hingga sekarang (1997), merupakan suatu upaya untuk mengembangkan peranan pasar modal dalam memobilisasi sumber dana dari masyarakat (baik domestik maupun luar negeri) guna membantu pembiayaan kegiatan investasi.

Ika (1997;7) menyatakan, terdapat beberapa faktor penentu keberhasilan pengembangan pasar modal, diantaranya, adanya iklim investasi yang kondusif, perangkat hukum dan peraturan yang merangsang minat investor untuk melakukan investasi, peranan ekonomi sektor publik dan efisiensi pasar modal. Pentingnya peranan pasar modal dalam memenuhi tuntutan kebutuhan pembiayaan investasi, maka pengkajian terhadap faktor penentu pengembangan pasar modal perlu untuk dilakukan.

Efisiensi pasar modal sebagai salah satu faktor penentu keberhasilan pengembangan pasar modal perlu mendapatkan kajian yang serius, karena dengan pengembangan pasar modal yang efisien ini akan semakin meningkatkan

kepercayaan para pemodal domestik maupun luar negeri dalam melakukan investasi melalui pasar modal. Kepercayaan tersebut bukan hanya menyangkut pada kemampuan dan prestasi perusahaan (emiten) dalam mengoperasikan dana pada kegiatan produktif secara optimal, tetapi juga menyangkut harapan dan keyakinan masyarakat pemodal, bahwa pasar akan melakukan penilaian secara benar atas semua informasi yang relevan dengan prospek dan prestasi emiten yang direfleksikan ke dalam harga saham. Adanya penilaian secara benar ini maka arah pergerakan harga saham dapat diprediksi dan diantisipasi secara benar, sehingga memungkinkan investor dapat merealisasikan hasil keputusan dan strategi investasinya di pasar modal (pasar sekunder). Adanya kepercayaan ini, maka usaha untuk mengembangkan pasar modal dalam menghimpun dana dari masyarakat pemodal akan dapat membuahkan hasil.

Pengembangan pasar modal melalui berbagai paket kebijakan pemerintah ternyata mampu meningkatkan peran Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam menghimpun dana dari masyarakat pemodal. Pada tahun 1989/1990 (per 31 Maret) jumlah perusahaan yang *go public* (emiten) serta mendaftarkan sahamnya di BEJ ada sebanyak 85 perusahaan, namun tahun 1997/1998 jumlahnya telah meningkat menjadi 306 perusahaan. Di samping itu, dana yang berhasil dihimpun dari masyarakat pemodal, berdasarkan nilai emisinya, secara kumulatif juga mengalami peningkatan yang cukup pesat, dari Rp 5,58 triliun pada tahun 1989/1990 menjadi Rp 71,9 triliun tahun 1997/1998 (Bapepam,1998). Jika diperbandingkan dengan

kredit perbankan, selama pasca deregulasi (tahun 1991 hingga 1997), peran pasar modal sebagai alternatif sumber pembiayaan bagi dunia usaha ternyata memiliki tingkat pertumbuhan rata-rata yang relatif lebih tinggi. Pada tahun 1991/1992 pasar modal hanya mampu melakukan alokasi sumberdana pada sektor-sektor yang produktif, dengan nilai emisi saham secara kumulatif sebesar Rp 9,06 trilyun, namun tahun 1997/1998 jumlahnya telah meningkat menjadi Rp 71,6 trilyun atau dengan pertumbuhan rata-rata per tahunnya sebesar 41,13%. Demikian pula dilihat dari nisbah dana yang dihimpun pasar modal (nilai emisi saham) terhadap kredit perbankan juga mengalami peningkatan dari 7,77% pada tahun 1991/1992 menjadi 15,02% tahun 1997/1998. Alokasi sumberdana melalui kredit perbankan, baik dalam rupiah maupun valuta asing (kurs Juni 97) pada tahun 1997/1998 jumlahnya mencapai Rp 476,81 trilyun atau meningkat dengan rata-rata pertumbuhan per tahunnya sebesar 26,46% dari tahun 1991/1992 yaitu sebesar Rp 116,559 trilyun (Bank Indonesia;1998).

Melihat kenyataan, meningkatnya jumlah emiten yang terdaftar di BEJ serta meningkatnya akumulasi nilai emisi saham, memberikan gambaran adanya kepercayaan investor kepada emiten. Investor percaya, bahwa emiten mampu mengoperasikan dana yang dipercayakan kepadanya (emiten) pada kegiatan produktif secara optimal, sehingga dapat meningkatkan penghasilan dan kekayaan emiten serta meningkatnya penghasilan dan kekayaan investor pula. Di samping itu, investor yakin bahwa pasar akan melakukan penilaian secara benar tentang prestasi

emiten. Meningkatnya penghasilan dan kekayaan investor sebagai akibat dari keberhasilan emiten dalam mengoperasikan dana pada kegiatan produktif, dapat direalisasikan oleh investor sebagai hasil kegiatan investasi di pasar modal (pasar sekunder) yaitu berupa *capital gain* (apresiasi harga saham). Adanya kepercayaan ini, maka investor berani menanamkan dananya di pasar modal. Dengan demikian, meningkatnya jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ serta meningkatnya nilai emisi saham, mengandung suatu harapan dan keyakinan para investor, bahwa pasar modal "ada" dalam keadaan efisien, yaitu bahwa pasar (para investor) akan melakukan penilaian kemampuan dan prestasi emiten secara benar. Tingginya tingkat pertumbuhan nilai emisi saham dibandingkan kredit perbankan, dapat diartikan semakin meningkatnya peran pasar modal dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan investasi di luar alternatif pembiayaan kredit perbankan.

Meskipun pengembangan pasar modal menunjukkan pertumbuhan yang cukup pesat, namun krisis moneter yang mulai berawal pada bulan Juli 1997 telah membawa dampak pada turunnya kinerja hampir semua emiten dalam tahun anggaran 1997/1998. Dari 306 emiten yang sahamnya tercatat di BEJ, 109 emiten diantaranya mengalami kerugian dalam tahun anggaran tersebut. Kondisi ini mengakibatkan turunnya kepercayaan investor pada kemampuan dan prestasi emiten. Hal ini direspon oleh pasar, yaitu 93 emiten atau hampir mencapai 30% dari seluruh emiten yang sahamnya tercatat di BEJ tahun 1997/1998, harga sahamnya turun sampai di bawah nilai nominal. Indeks harga saham gabungan (IHSG) di BEJ-

pun mengalami penurunan sebesar 120 poin (18%), yaitu dari 662,2 pada penutupan tahun anggaran 1996/1997 menjadi 541,4 pada tahun 1997/1998. Munculnya emiten baru yang melakukan emisi dan mendaftarkan sahamnya di BEJ selama tahun anggaran 1997/1998 sebanyak 35 perusahaan dengan nilai emisi sebesar Rp 19,5 triliun, tidak mempunyai pengaruh yang berarti dalam meningkatkan nilai kapitalisasi saham pada tahun tersebut. Nilai kapitalisasi pasar saham turun dari Rp 228,2 triliun pada akhir tahun anggaran 1996/1997 menjadi Rp 223,3 triliun pada tahun 1997/1998. (Bapepam;1998). Kenyataan ini memberikan gambaran bahwa kemungkinan pasar modal "ada" dalam keadaan efisien, yaitu dalam keadaan emiten dihadapkan pada risiko yang berpengaruh terhadap turunnya prestasi emiten, ternyata pasar cukup reaktif dalam merespon prospek prestasi emiten. Arah pergerakan harga saham yang terjadi-pun, seiring dengan kondisi yang dihadapi emiten pada umumnya.

Krisis nilai tukar tersebut tidak hanya mempengaruhi pasar modal Indonesia, tetapi juga bursa regional. Secara keseluruhan, pada penutupan tahun anggaran 1997/1998 bursa saham di Asia mengalami penurunan indeks, di Malaysia turun 480 poin atau 39,9%, Thailand 246 poin atau 34,9%, Singapura 444 poin atau 21,4%, Korea Selatan 196 poin atau 29%, Tokyo 1.476 poin atau 8,2% dan Hongkong 1.016 poin atau 8,1% (Bank Indonesia;1998). Meskipun IHSG BEJ hanya mengalami penurunan 18%, namun turunnya nilai tukar rupiah terhadap US\$ mengakibatkan turunnya nilai kapitalisasi pasar saham di BEJ cukup nyata, dari

US\$93 miliar pada tahun 1996 menjadi US\$36 miliar tahun 1997. Angka ini semakin jauh di bawah Singapura US\$127 miliar, Malaysia US\$ 97 miliar, Australia US\$268 miliar dan Hongkong US\$384 miliar (Asiaweek,1998). Kenyataan ini menunjukkan bahwa efektifitas BEJ dalam memobilisasi dana jauh lebih kecil dibandingkan dengan empat bursa negara tersebut.

Riphat (1997;72) menyatakan, bahwa potensi untuk mengembangkan BEJ sebenarnya masih cukup besar. Hal ini disebabkan karena bukan saja dimungkinkan oleh instrumen deregulasi dan jumlah penduduk yang besar, tetapi juga nisbah kapitalisasi pasar per GDP Indonesia yang masih rendah (40%) jauh di bawah Malaysia (315%), Filipina (90%), Hongkong (220%) dan Australia (60%). Peluang untuk mengembangkan pasar modal di Indonesia ini sekaligus juga menghadapi tantangan antara lain (i) perkembangan bursa efek di luar negeri yang cukup pesat, (ii) tingkat bunga dalam negeri yang tinggi, (iii) *country risk* yang relatif masih tinggi karena inefisiensi ekonomi.

Meskipun jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ serta nilai emisi saham secara kumulatif mengalami peningkatan, namun efisiensi BEJ masih perlu dipertanyakan terutama jika dikaitkan dengan penilaian pasar terhadap prestasi para emiten. Prestasi emiten ini secara aktual bisa diukur dari kemampuan emiten dalam memperoleh penghasilan atas sejumlah investasi yang dilakukan investor. Harga yang harus dibayar oleh investor (*price*) menunjukkan nilai investasinya, sedangkan keuntungan yang diperoleh emiten (*earning*) menunjukkan penghasilan atas

investasi. Dengan demikian, penilaian pasar terhadap prestasi emiten dapat dilihat dari *price earning ratio* (PER)-nya. Pada tahun 1997, *price earning ratio* (PER) BEJ hanyalah sebesar 10,9 kali. PER BEJ ini jauh di bawah Malaysia 12,3 kali; Hongkong 12,2 kali; Singapura 16,0 kali; Australia 16,0 kali dan Jepang 55,9 kali (Asiaweek;1998). PER di BEJ tahun 1997 ini jauh merosot dibandingkan dengan PER paling rendah yang ditetapkan oleh pemerintah; yaitu pada bulan Agustus 1993 sebesar 13 kali dan pada awal tahun 1994 sebesar 15 kali. Kenyataan ini menunjukkan bahwa "kemungkinan" pasar modal (BEJ) belum efisien. Hal mana disebabkan terlalu rendahnya harga saham (*price*) yang ditetapkan oleh pasar atas sejumlah penghasilan (*earning*) yang bisa diperoleh dari investasi saham tersebut. PER BEJ yang terlalu rendah ini menunjukkan kemungkinan pasar melakukan penilaian yang tidak wajar atas prestasi emiten, sehingga pasar modal (BEJ) "mungkin" belum efisien.

Dalam kaitannya dengan efisiensi pasar modal, Copeland (1995;107) menjelaskan, apabila seluruh informasi relevan yang tersedia tentang suatu saham langsung tercermin dalam harganya, menunjukkan bahwa pasar modal efisien. Jones (1991;464) mengemukakan, suatu pasar modal dikatakan efisien, jika memenuhi beberapa persyaratan: (i) terdapat sejumlah besar pemodal rasional sebagai *price taker* yang secara aktif berpartisipasi dalam menganalisis, menilai dan memperdagangkan saham, (ii) informasi dapat diperoleh dengan murah (*costless*) dan tersedia secara luas bagi para partisipan pasar dalam waktu yang hampir

bersamaan, (iii) informasi disebarkan secara acak, (iv) pemodal bereaksi secara cepat dan akurat terhadap informasi baru, sehingga harga saham bereaksi secara cepat dan akurat.

Husnan (1996;251) 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 maupun yang belum dipublikasikan (*private information*) yang diperoleh dari *insider information*. Lebih lanjut dijelaskan oleh Copeland (1995;109), berdasarkan jenis informasi yang digunakan sebagai basis penilaiannya, efisiensi pasar modal digolongkan dalam 3 tingkatan, yaitu efisiensi bentuk lemah (*weak form efficiency*), efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong efficiency*) dan efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*). Efisiensi bentuk lemah diartikan bahwa harga saham saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga saham di masa yang lalu dan tidak seorangpun investor yang mampu memperoleh *abnormal return* dengan cara mengembangkan pedoman yang didasarkan pada informasi yang lalu. Oleh karena itu, jenis informasi yang digunakan sebagai basis pengujian bentuk lemah adalah rangkaian perubahan harga historis. Efisiensi bentuk setengah kuat diartikan bahwa harga saham saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan dan tidak seorangpun investor yang mampu memperoleh *abnormal return* dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi yang dipublikasikan. Oleh karena itu, jenis informasi yang digunakan sebagai basis

pengujian adalah informasi yang dipublikasikan. Berbeda dengan bentuk setengah kuat, pengujian efisien bentuk kuat berusaha mengetahui apakah semua informasi yang ada, baik yang sudah dipublikasikan maupun yang belum dipublikasikan, tercermin dalam harga saham saat ini. Pengujian bentuk ini mendasarkan pada *private information* yang diperoleh dari *insider information*.

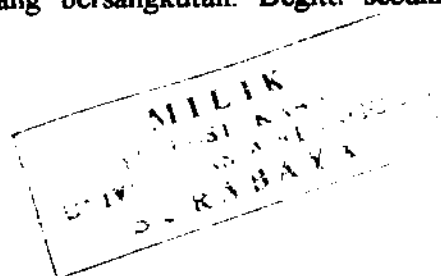
Husnan (1996;110) menjelaskan, bahwa studi mengenai efisiensi pasar modal di Indonesia, dengan mengacu pada pola dari perubahan harga sekuritas di masa lalu, sudah banyak dilakukan. Hasil penelitian, pada umumnya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah. Dalam kondisi demikian, harga-harga sekuritas mencerminkan informasi harga masa lampau. Namun, semakin berkembangnya pasar modal Indonesia, penelitian lebih banyak diarahkan pada efisiensi bentuk setengah kuat. Mendasarkan pemikiran tersebut, maka penelitian ini bermaksud untuk meneliti efisiensi bentuk setengah kuat Bursa Efek Jakarta.

Weston (1986,534) menjelaskan, dalam pasar modal efisien, pasar akan selalu melakukan penilaian secara kontinyu terhadap baik-buruknya prestasi emiten berdasarkan pada setiap munculnya informasi yang relevan. Informasi tersebut dapat berasal dari kondisi internal maupun eksternal yang dihadapi oleh emiten. Informasi tentang kondisi internal yang dihadapi emiten merupakan informasi yang bersifat *microeconomic*. Informasi tersebut antara lain berupa, keberhasilan emiten memperoleh kontrak kerja, keberhasilan program pemasaran, keberhasilan

mencapai target pertumbuhan laba, perubahan jumlah pembayaran dividen yang dibagikan, tuntutan perdata pihak ketiga, pemogokan buruh, dan sebagainya. Sedangkan informasi tentang kondisi eksternal yang dihadapi emiten merupakan informasi yang bersifat *macroeconomic*. Informasi tersebut antara lain berupa; perubahan kebijakan pemerintah tentang tingkat suku bunga deposito, intervensi pemerintah tentang kurs valas, kenaikan tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, resesi ekonomi dan sebagainya.

Informasi yang kurang baik tentang kondisi internal yang dihadapi emiten menunjukkan risiko spesifik yang dihadapi emiten maupun investor. Bagi emiten, risiko tersebut akan mempengaruhi prestasi mereka dalam memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Bagi investor, akan mempengaruhi persepsi mereka (investor) tentang prospek emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang, sehingga akan mempengaruhi pula terhadap *return* yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang oleh investor baik berupa dividen ataupun *capital gain/loss* (apresiasi/depresiasi atas harga saham).

Munculnya informasi yang kurang baik tentang kondisi internal emiten memberikan gambaran tentang prospek yang kurang baik tentang prestasi emiten di masa yang akan datang. Adanya informasi tersebut, pasar akan bereaksi secara cepat dan merefleksikannya kandungan informasi tersebut berupa turunnya harga saham emiten yang bersangkutan. Turunnya harga saham akan mengakibatkan turunnya *individual return* saham yang bersangkutan. Begitu sebaliknya, jika



muncul informasi yang baik tentang kondisi internal yang dihadapi emiten, pasar akan bereaksi secara cepat dan merefleksikan kandungan informasi tersebut berupa naiknya harga saham emiten yang bersangkutan serta *individual return*-nya. Secara aktual, *individual return* saham menunjukkan hasil perbandingan antara perubahan harga saham periode tertentu (P_{it}) dengan periode sebelumnya (P_{it-1}) dibandingkan dengan harga saham periode sebelumnya (P_{it-1}). Sehingga *actual return* suatu saham dinotasikan $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$.

Informasi baru mengenai buruknya kondisi perekonomian secara keseluruhan, merupakan risiko pasar yang akan dihadapi oleh semua emiten dan investor. Risiko ini akan mengakibatkan turunnya prestasi semua emiten. Sehingga akan mengakibatkan turunnya harga saham semua emiten, hal ini ditunjukkan dengan turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sekaligus juga turunnya *individual return* dan *market return* saham. *Market return* saham menunjukkan perbandingan antara perubahan IHSG periode tertentu ($IHSG_t$) dengan periode sebelumnya ($IHSG_{t-1}$) dibandingkan dengan IHSG periode sebelumnya ($IHSG_{t-1}$), sehingga *market return* saham dinotasikan $R_m = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$.

Brealey (1986;157) menyatakan, meskipun risiko pasar berpengaruh pada harga-harga saham individual, namun tidak semua risiko pasar akan mempunyai pengaruh yang sama pada harga masing-masing saham. Ada sebagian saham yang sensitif terhadap munculnya risiko pasar tertentu, sedang lainnya (mungkin) tidak sensitif. Sehingga sensitifitas risiko pasar terhadap *individual return* saham

akan berbeda-beda pula. Husnan (1996;93) menjelaskan hubungan *individual return* saham dengan *market return* tersebut dalam model indeks tunggal atau sering disebut model pasar (*single market index model*), di mana $R_i = a_i + \beta_i R_m$ yaitu bahwa besarnya *individual return* (R_i) saham ditentukan oleh besarnya *individual return* saham itu sendiri yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar (a_i) dan sensitifitas *individual return* saham terhadap *market return* (β_i) serta besarnya *market return* (R_m). Oleh karena itu, dengan menggunakan model indeks pasar, *return* suatu saham dapat diekspektasikan (*expected return*) berdasarkan data historis, *individual return* maupun *market return* -nya. Dengan menggunakan model ini pula dapat diperhitungkan tingkat keuntungan suatu saham di atas/di bawah normal (*abnormal return*) sebagai akibat dari adanya rekasi pasar terhadap munculnya informasi baru.

Disebutkan terdahulu bahwa dalam pasar modal yang efisien, harga saham bereaksi secara cepat dengan munculnya informasi baru yang relevan. Dikatakan sebagai informasi baru jika informasi tersebut tidak dapat diperkirakan sebelumnya. Adanya informasi yang baik yang berkaitan dengan sesuatu saham, pasar akan bereaksi dengan cepat dan harga saham akan naik merefleksi kandungan informasi tersebut, sehingga mengakibatkan *actual return* meningkat lebih tinggi dari *return* yang diestimasikan jika tidak ada informasi baru (*expected return*). Perbedaan antara tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat keuntungan yang sebenarnya (*actual return*) menunjukkan besarnya *abnormal*

return saat munculnya informasi baru. Pasar modal efisien setengah kuat, apabila rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada saat munculnya informasi baru berbeda secara signifikan dengan nol. Apabila informasi baru tersebut merupakan informasi yang baik, rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada saat munculnya informasi baru berbeda lebih besar dengan nol secara signifikan, begitu sebaliknya.

Peristiwa pengumuman dividen, merupakan suatu *corporate action* yang berasal dari intern emiten. Husnan (290;1993) menjelaskan bahwa penggunaan perubahan dividen sebagai suatu indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan merupakan hal yang diterima, karena keuntungan menurut laporan akuntansi bisa dipengaruhi oleh metode perlakuan akuntansi yang berbeda. Oleh karena itu bisa dimengerti pula, jika para investor lebih percaya pada informasi perubahan dividen sebagai indikator prospek perusahaan dari pada pengumuman laba.

Lebih lanjut dijelaskan bahwa, perubahan dividen juga mengandung informasi mengenai persepsi manajemen tentang prospek perusahaan (emiten) di masa yang akan datang, yaitu jika dikaitkan dengan kemampuan untuk memperoleh pendapatan serta aliran kas untuk membayar dividen. Hal ini disebabkan karena manajemen tidak akan mengambil risiko dengan membayar dividen yang tinggi pada suatu waktu tertentu, bila menurut estimasi mereka perusahaan tidak mampu mempertahankannya dimasa yang akan datang. Dengan demikian, perubahan kebijakan dividen akan mempengaruhi harapan para investor tentang prospek

perusahaan di masa yang akan datang dan karenanya akan mempengaruhi pula terhadap harga sahamnya. Adanya kenaikan dividen akan ditafsirkan sebagai tanda yang optimis dari manajemen sehubungan dengan keuntungan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Oleh karena itu, dengan adanya informasi kenaikan dividen, diperkirakan pasar akan bereaksi dengan cepat dan harga saham akan naik merefleksi kandungan informasi tersebut. Naiknya harga saham ini diperkirakan akan mengakibatkan *actual return* meningkat lebih tinggi dari *return* yang diekspektasikan (*expected return*), sehingga mengakibatkan timbulnya *excess return* di atas *return* yang diekspektasikan (*abnormal return*). Begitu sebaliknya jika terjadi adanya informasi baru tentang penurunan dividen.

Pasar modal yang efisien penting artinya bagi emiten maupun investor. Dengan pasar modal yang efisien, para investor (pasar) akan memiliki persepsi yang sama tentang arah pergerakan harga saham atas informasi-informasi relevan yang tersedia dan harga-harga saham akan terjadi dalam batas kewajaran serta harga saham akan merefleksi secara cepat semua informasi yang relevan sehingga mencerminkan kinerja perusahaan yang sebenarnya. Pemodal menjadi tidak takut bahwa saham yang dipegangnya tidak terjual atau terjual pada harga jauh di bawah prestasi yang sebenarnya. Dengan demikian, adanya pasar modal yang efisien, akan meningkatkan kepercayaan para pemodal domestik maupun luar negeri dalam melakukan investasi melalui pasar modal. Pemodal individu dapat memanfaatkannya untuk membuat strategi investasi dalam meminimalkan risiko portfolionya. Dengan

memanfaatkan informasi yang tersedia sesuai dengan tingkat efisiensi pasar modal, pemodal tidak akan memperoleh *abnormal return*, karena pasar dengan cepat melakukan penyesuaian harga.

Jika pasar modal tidak efisien, pergerakan harga-harga saham tidak mencerminkan prestasi sebenarnya yang dicapai oleh emiten. Oleh karena itu harga saham tidak memberikan estimasi yang terbaik tentang nilai yang sebenarnya. Dalam keadaan yang demikian memungkinkan pemodal *tidak dapat merealisasikan* hasil kegiatan investasi di pasar modal atas prestasi yang berhasil dicapai emiten. Sehingga menjadikan investor kurang percaya untuk melakukan investasi di pasar modal. Akibat selanjutnya adalah memungkinkan sulitnya pengembangan pasar modal untuk memobilisasi dana dari masyarakat dalam memenuhi pembiayaan investasi. Demikian pula dengan transaksi perdagangan saham yang terjadi di bursa lebih banyak dipengaruhi oleh kekuatan permintaan dan penawaran yang tidak mencerminkan informasi yang sebenarnya tentang prestasi emiten. Kekuatan permintaan dan penawaran lebih banyak dipengaruhi oleh informasi yang tidak relevan dengan prestasi emiten, sehingga harga saham yang terjadi di bursa tidak memberikan gambaran yang wajar tentang prestasi emiten yang sebenarnya. Dengan demikian, pergerakan harga saham menjadi sulit untuk diprediksikan.

Mendasarkan pada pemikiran tersebut di atas, penelitian ini bermaksud untuk meneliti pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* saham di Bursa Efek Jakarta yaitu studi tentang efisiensi Bursa Efek Jakarta tahun 1997.

1.2 Perumusan Masalah

Pengumuman dividen merupakan *corporate action* yang dapat dijadikan sinyal untuk memberikan informasi tentang prospek perusahaan yang bersangkutan. Adanya informasi tentang naik-turunnya dividen, diperkirakan pasar akan bereaksi secara cepat dan merefleksikannya kandungan informasi tersebut ke dalam harga saham. Cepatnya reaksi pasar dalam merefleksikan kandungan informasi ke dalam harga saham menunjukkan pasar modal yang efisien setengah kuat. Untuk mengetahui cepatnya reaksi pasar, diukur dari besarnya *abnormal return* saat munculnya informasi, yaitu selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Dengan demikian, masalah pokok penelitian tentang efisiensi setengah kuat Bursa Efek Jakarta adalah:

- (1) Apakah peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan ?
- (2) Apakah informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun ?
- (3) Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah adanya peristiwa pengumuman dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Mendasarkan pada pemikiran yang telah disebutkan terdahulu, maka tujuan penelitian tentang efisiensi setengah kuat Bursa Efek Jakarta adalah :

- (1) Untuk mengetahui, apakah peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan.
- (2) Untuk mengetahui, apakah informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun ?
- (3) Untuk mengetahui, adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah adanya peristiwa pengumuman dividen.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian tentang efisiensi BEJ ini diharapkan dapat memberikan masukan (informasi) pada berbagai pihak terutama bagi para pemodal individu, emiten, BEJ dan Bapepam, sehingga ;

- (1) Pemodal individu dapat menyesuaikan strategi investasi portfolionya agar mencapai hasil investasi yang sepadan dengan risiko yang dihadapi.
- (2) Emiten dapat mengambil langkah yang tepat dalam memberikan informasi tentang prestasi perusahaan.
- (3) Bursa Efek Jakarta dapat meningkatkan performancenya sehingga menjadikan pasar modal lebih efisien.
- (4) Bapepam dapat melakukan evaluasi kinerja BEJ serta mengambil langkah penting guna meningkatkan efisiensi BEJ.

1.5 Sistematika Penulisan

Penulisan proposal ini disusun dalam lima bab dengan sistematika sebagai berikut :

Bab I : Dalam bab ini dibicarakan tentang latar belakang pentingnya pengembangan pasar modal (BEJ) dalam memenuhi pembiayaan investasi serta dijelaskan pula bagaimana perkembangan pasar modal (BEJ) hingga tahun 1977 jika diperbandingkan pasar modal negara lain. Di samping itu, dibicarakan pula pentingnya efisiensi pasar modal (BEJ) bagi pengembangan pasar modal itu sendiri. Dijelaskan pula dalam bab ini, bagaimana reaksi harga saham terhadap munculnya informasi baru dalam suatu pasar modal yang efisien setengah kuat. Mendasarkan pada pemikiran tersebut, maka dalam perumusan masalah dan tujuan penelitian ini bermaksud meneliti efisiensi BEJ, melalui studi tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* saham. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan, terutama pemodal individual, emiten, BEJ maupun Bapepam.

Bab II : Dalam bab ini diuraikan tentang hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai uji efisiensi setengah kuat yang dilakukan di luar negeri baik oleh Beaver (1968), Ball dan Brown (1968), Pettit (1972), Patell (1984), Ball (1992) tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman laba ataupun pengumuman dividen.

Dijelaskan pula dalam bab ini, beberapa penelitian tentang efisiensi setengah kuat pasar modal di Indonesia, diantaranya yang dilakukan oleh Rusiti (1990),

Efendi (1997) menemukan bahwa BEJ dalam keadaan efisien setengah kuat, yaitu harga saham di BEJ bereaksi sangat cepat dengan munculnya informasi publik. Namun, Sidharta (1998) menemukan bahwa reaksi harga saham di BEJ sangat lemah dalam merefleksikan informasi pengumuman laba.

Penelitian yang peneliti lakukan ini mempunyai kesamaan dengan beberapa peneliti terdahulu, yaitu meneliti efisiensi pasar modal. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah pada periode yang diamati, data yang digunakan, serta peristiwa yang digunakan untuk menguji efisiensi.

Dalam bab ini dijelaskan pula beberapa teori yang mendasari penelaahan tentang efisiensi pasar modal, diantaranya; bagaimana peranan pasar modal dalam memobilisasi dana pada kegiatan-kegiatan produktif secara efisien, bagaimana informasi tentang kondisi internal dan eksternal yang dihadapi emiten mempengaruhi prestasi emiten sekaligus *return* yang diharapkan investor serta dijelaskan pula bagaimana pengujian efisiensi pasar modal dilakukan dan bagaimana pula peristiwa pengumuman dividen dapat digunakan sebagai indikator prospek prestasi emiten sekaligus sebagai basis pengujian efisien BEJ.

Bab III: Dalam bab ini diberikan gambaran tentang kerangka konseptual penelitian, yaitu bagaimana pengumuman dividen menimbulkan *abnormal return* saham. Hipotesis yang diajukan sebagai jawaban sementara atas penelitian ini adalah; diduga peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return*

saham yang signifikan, diduga informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun serta diduga terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji beda rata-rata dengan nilai yang dihipotesiskan dan uji beda rata-rata di antara dua kelompok.

Bab IV :Dalam bab ini dijelaskan tentang definisi operasional masing-masing variabel yang diteliti; yaitu *individual return*, *market return*, *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, harga saham harian dan indeks harga saham gabungan (IHSG) harian. Data harga saham harian, IHSG harian, volume transaksi, nilai transaksi serta data lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini diperoleh dari Pusat Informasi Pasar Modal BEJ maupun Pusat Referensi Pasar Modal BEJ baik melalui *Diary Statistics JSX*, *Weekly Statistics JSX*, *Monthly Statistics JSX*, *Indonesian Capital Market Directory 1996 dan 1997*, *Fact Book 1996-1997*, Laporan Tahunan Bapepam 1997-1998. Sampel penelitian ini ada sebanyak 30 saham emiten, terdiri dari 15 saham emiten dengan dividen turun dan 15 saham emiten dengan dividen naik. Prosedur penentuan sampel dilakukan dengan pertimbangan tingkat likuiditasnya dengan tetap mempertimbangkan keterwakilan masing-masing sektor industri. Sedangkan teknik analisis yang dipergunakan untuk menentukan besarnya rata-rata *abnormal return* saham saat peristiwa pengumuman dividen adalah

dengan menghitung selisih besarnya *actual return* dengan *expected return*. Pengujian *abnormal return* yang signifikan, digunakan uji beda rata-rata dengan nilai yang dihipotesakan. Selain itu, digunakan pula uji beda dua rata-rata untuk mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* saham antara informasi deviden naik dan informasi deviden turun serta perbedaan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah adanya peristiwa pengumuman deviden.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang efisiensi informasional pada pasar modal telah banyak dilakukan baik di dalam maupun di luar negeri. Dari sekian banyak penelitian yang mempunyai kaitan dengan penelitian ini diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968) tentang pengaruh pengumuman laba terhadap pergerakan harga saham. Dengan menggunakan model indeks tunggal (*market model*), penelitian ini berusaha untuk mengestimasi besarnya *return* suatu saham jika tidak ada pengumuman laba. Kemudian hasil estimasi diperbandingkan dengan *actual return* saham sebagai akibat adanya pengumuman laba. Dari hasil penelitiannya diketahui bahwa pada minggu di mana laba diumumkan terjadi adanya *abnormal return* saham yang cukup signifikan. Penelitian tersebut menemukan pula bahwa harga saham berfluktuasi sangat signifikan pada minggu di mana laba diumumkan. Temuan ini menunjukkan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi yang cukup tinggi sehingga terjadi fluktuasi harga saham pada saat laba diumumkan.

Suatu penelitian tentang validitas hipotesis pasar efisien juga dilakukan oleh Pettit (1972). Penelitian dilakukan dengan mengestimasi kecepatan dan akurasi reaksi harga pasar saham terhadap pengumuman perubahan tingkat pembayaran

dividen. Variabel *abnormal return* digunakan untuk mengukur kandungan informasi pengumuman dividen. Hasil yang ditemukan ternyata pasar bereaksi sangat dramatis terhadap pengumuman tersebut bila dividen menurun atau bertambah secara substansial, dan kurang proporsional jika perubahannya agak moderat. Temuan ini memberikan arti bahwa perubahan dividen memiliki kandungan informasi yang cukup berarti bagi para pemodal di dalam menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang dan dividen bukan dipandang sebagai *current income* tetapi lebih dititik beratkan pada kandungan informasi untuk memperoleh *future income*.

Tidak jauh berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Pettit adalah penelitian yang dilakukan oleh Patell (1984). Dalam penelitiannya, Patell menguji pengaruh pengumuman laba dan dividen terhadap tingkah laku harga saham. Dari hasil penelitiannya diketahui bahwa pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham agak lemah dibandingkan pengumuman laba. Lemahnya pengumuman dividen disebabkan karena dividen tidak mengandung informasi lain, kecuali dividen itu sendiri. Sedangkan pengumuman laba mengandung informasi yang lebih banyak, yaitu berbagai informasi mengenai kinerja emiten. Namun dalam hasil penelitiannya ditemukan pula bahwa adanya pengumuman dividen menimbulkan reaksi yang sama seperti pengumuman laba, yaitu harga saham berfluktuasi sangat signifikan pada saat dividen diumumkan. Keadaan ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen

memberikan kandungan informasi tentang keyakinan manajemen mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Namun demikian Ball dan Brown (1968) , Joy et. al., (1977), Foster et. al. (1984) menemukan keadaan yang berbeda, yaitu harga saham cenderung terus naik untuk saham yang mengalami kenaikan laba dan cenderung turun untuk saham yang mengalami penurunan laba. Menurut Ball (1992) hal ini merupakan anomali/ ketidaklaziman dalam pasar yang efisien. Karena dalam pasar yang efisien, penyesuaian harga sebagai respon dari pengumuman laba harus terjadi secara instan. Anomali ini bisa terjadi sebagai akibat adanya mispesifikasi dalam penentuan *abnormal return* dan atau adanya biaya transaksi yang cukup signifikan.

Di Indonesia, penelitian tentang efisiensi informasional telah beberapa kali dilakukan. Rusiti (Tesis S-2;1990) dalam penelitiannya tentang perilaku harga saham di Indonesia bertujuan menguji efisiensi bentuk lemah dan setengah kuat. Untuk menguji efisiensi pasar modal bentuk lemah digunakan data historis yaitu harga pasar saham bulanan, IHSG bulanan, dividen yang dibagikan selama periode 1986 -1989, sedangkan alat uji yang digunakan yaitu tes *run*, tes korelasi dan tes *filter*. Khusus untuk menguji bentuk setengah kuat, selain digunakan data historis juga data tanggal pengumuman dividen. Dengan menggunakan pendekatan *single index market model*, data historis digunakan untuk mengestimasi *return* suatu saham selama periode yang diamati, sedangkan tanggal pengumuman dividen digunakan untuk mengukur besarnya *abnormal return* saat informasi

dipublikasikan. Hasil temuannya membuktikan bahwa pasar modal di Indonesia dalam bentuk efisien lemah maupun setengah kuat. Hal ini didasarkan hasil temuannya bahwa harga saham selama periode diamati, merefleksikan secara cepat dan tepat terhadap seluruh informasi yang relevan, baik masa lampau maupun yang dipublikasikan.

Penelitian yang dilakukan Manurung (1996), melihat adanya kaitan antara *return* saham dengan pengumuman laba pada Bursa Efek Jakarta. Dalam penelitiannya saham sampel dikelompokkan dalam dua kelompok, yaitu kelompok saham yang mengalami kenaikan laba dan kelompok saham yang mengalami penurunan laba. Data yang digunakan adalah harga saham mingguan dan IHSG mingguan selama 52 minggu sebelum dan 12 minggu sesudah tanggal pengumuman laba. Berdasarkan data tersebut dihitung *cumulative abnormal return* dua kelompok saham selama 64 minggu pengamatan. Ternyata, walaupun kelompok saham yang mengalami kenaikan laba bersih, *cumulative abnormal return*-nya lebih besar dibandingkan dengan kelompok saham yang mengalami penurunan laba, namun perbedaannya tidak signifikan.

Penelitian yang dilakukan Efendi (1997) mempunyai kesamaan baik tujuan maupun hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Rusiti dan Manurung. Tujuan penelitian Efendi adalah untuk mengetahui reaksi harga saham serta *abnormal return* atas informasi publik yaitu pernyataan Mensesneg Moerdiono pada tanggal 5 Juli 1996 bahwa Presiden Soeharto akan melakukan pemeriksaan kesehatan di salah

satu negara di Eropa. Data yang digunakan adalah harga saham harian untuk perusahaan-perusahaan yang mempunyai keterkaitan langsung dengan presiden secara pribadi, yaitu ; PT Bimantara Citra, PT Citra Marga Nusaphala Persada, PT Tripolyta Indonesia dan PT Plaza Indonesia Realty. Selain itu juga harga saham harian PT Telekomunikasi Indonesia, PT Indosat, PT Tambang Timah dan PT Semen Gresik yang merupakan saham-saham BUMN serta terkait langsung dengan presiden sebagai kepala negara. Di samping itu, data IHSG harian serta tanggal pernyataan Mensesneg tentang kesehatan presiden. Periode yang diamati mulai tanggal 1 April 96 hingga 31 Mei 96 untuk mengestimasi *return* saham melalui pendekatan *single index market model*, sedangkan tanggal 1 hingga 10 Juli 96 digunakan sebagai acuan untuk menghitung *abnormal return*. Dari hasil pengamatannya diketahui bahwa saham-saham yang diamati mempunyai perilaku bereaksi lebih dari kondisi normal terhadap informasi kesehatan Presiden Suharto. Harga saham yang diamati mengalami penurunan sangat signifikan lebih dari keadaan normal, sehingga menimbulkan tambahan kerugian bagi para pemodalnya. Akumulasi kerugian (*cumulative abnormal return*) yang dialami pemodal untuk saham sampel adalah sebesar -4,84% jika saham dipertahankan hingga saat dipublikasikannya kesehatan presiden. Akumulasi kerugian tersebut akan menjadi semakin besar (5,11%) jika dipertahankan hingga tiga hari setelah publikasi.

Namun penelitian lain yang dilakukan oleh Sidharta (1998) yaitu uji efisiensi bentuk setengah kuat pada Bursa Efek Jakarta menyebutkan bahwa harga saham

bereaksi lambat terhadap pengumuman laba. Saham sampel dikelompokkan dalam dua kelompok, yaitu kelompok saham yang mengalami penurunan laba dan kelompok saham yang mengalami kenaikan laba antara tahun 1995 dengan tahun 1996. Data yang digunakan adalah harga saham harian, IHSB selama 145 hari terdiri dari -120 hari hingga -2 hari sebelum tanggal pengumuman laba dan +6 hari hingga +15 hari sesudah tanggal pengumuman laba. Dari data tersebut digunakan untuk mengestimasi *return* saham melalui pendekatan *single index market model*. Sedangkan -1 hari sebelum tanggal pengumuman laba hingga +5 hari setelah pengumuman laba digunakan sebagai *event window* untuk menghitung besarnya *abnormal return* masing-masing saham. Dalam menghitung *abnormal return* selama *event window* digunakan 3 pendekatan, yaitu pendekatan *adjusted beta (single index market model)*, pendekatan *market return adjusted* dan pendekatan *actual return*. Dari hasil penelitiannya diketahui bahwa berdasarkan pendekatan *adjusted beta* untuk kelompok saham yang mengalami kenaikan laba, pada tanggal pengumuman laba dan satu hari sebelum pengumuman laba, harga saham sampel tidak bereaksi secara signifikan. Namun pada hari ke tiga setelah pengumuman laba, harga bereaksi secara signifikan dan *average abnormal return* seluruh saham sampel sebesar 0,971% atau *cumulative abnormal return*-nya sebesar 1,481%. Sedangkan untuk kelompok saham yang mengalami penurunan laba, pada tanggal pengumuman laba, harga saham bereaksi dengan tingkat signifikan yang marginal. Harga saham bereaksi secara nyata setelah 4 hari dari tanggal pengumuman laba

dengan *average abnormal return* sebesar -0,531% atau *cumulative abnormal return* sebesar -3,277%. Lambatnya reaksi harga saham ini mengindikasikan bahwa BEJ pada tahun 1996-1997 belum mencapai efisiensi setengah kuat.

Begitu pula dengan pendekatan *market return adjusted*, ternyata kelompok saham yang mengalami kenaikan laba, nilai *average abnormal return*-nya positif dan signifikan pada hari ke tiga setelah tanggal pengumuman. Sedangkan untuk kelompok saham yang mengalami penurunan laba, penurunan *average abnormal return* secara signifikan terjadi setelah satu hari tanggal pengumuman laba. Dengan demikian pendekatan kedua juga mengindikasikan bahwa BEJ belum efisien setengah kuat.

Tidak jauh dengan pendekatan pertama maupun yang kedua, hasil temuan pendekatan *actual return* juga memberikan gambaran yang sama. Kelompok saham yang mengalami kenaikan laba, *average abnormal return* positif dan signifikan pada hari ke tiga setelah pengumuman. Sedangkan kelompok saham yang mengalami penurunan laba, *average abnormal return* tidak menunjukkan penurunan yang berarti secara statistik. Sehingga pendekatan ini juga mengindikasikan bahwa BEJ belum efisien setengah kuat.

Kesamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah sama-sama menguji efisiensi setengah kuat suatu pasar modal, yaitu menguji reaksi harga saham dengan adanya informasi yang dipublikasikan. Model yang digunakan untuk mengestimasi *return* suatu saham adalah *single index market model* dan variabel yang digunakan

untuk mengukur reaksi harga saham adalah *abnormal return*. Sedangkan model yang digunakan untuk menguji reaksi pasar adalah uji beda rata-rata.

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Jakarta, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Petitt, Patell, Ball dan Brown, Joy, Foster adalah di Amerika. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Rusiti, namun terdapat beberapa perbedaan diantaranya; dalam penelitian ini periode yang diamati adalah tahun 1997, data yang digunakan adalah data harian dengan maksud untuk lebih meningkatkan validitas uji efisiensi. Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian Manurung, Efendi dan Sidharta terletak pada periode yang diamati serta informasi publik yang digunakan untuk menguji efisiensi pasar modal.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal sebagai salah satu wahana yang dapat dimanfaatkan untuk memobilisasi dana jangka panjang, baik dari dalam atau luar negeri, mempunyai peran strategis dalam pembiayaan kegiatan investasi. Husnan (1996;4) menjelaskan, bahwa dalam pasar modal akan dipertemukan dalam arti luas antara pihak yang membutuhkan (*borrowers*) dan pihak yang menawarkan (*lenders*) dana jangka panjang. Pihak yang membutuhkan dana akan menyerahkan sekuritas baik sebagai tanda bukti hutang (obligasi) atau tanda bukti ikut memiliki

perusahaan (saham) kepada pihak yang menawarkan dana, sedangkan pihak yang menawarkan dana akan menyerahkan sejumlah dana untuk memperoleh sekuritas sebagai bagian dari kegiatan investasinya. Selanjutnya sekuritas tersebut dapat diperdagangkan di bursa efek. Lebih lanjut dijelaskan, dalam pengertian yang lebih sempit,

".....pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) ataupun modal sendiri (saham), baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta."

Menurut Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang dimaksud pasar modal adalah;

".....kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam Undang-undang Pasar Modal."

Dalam menjalankan aktivitasnya, pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonominya, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (pihak yang mempunyai kelebihan dana) ke *borrower* (pihak yang memerlukan dana). Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, *lenders* mengharapkan akan memperoleh imbalan (hasil) atas penyerahan dana tersebut. Dari sisi *borrowers*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi

tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan. Dalam proses ini diharapkan akan terjadi peningkatan produksi, sehingga akhirnya secara keseluruhan akan terjadi peningkatan kemakmuran. Fungsi ini sebenarnya juga dilakukan oleh intermediasi keuangan lainnya, seperti lembaga perbankan. Hanya bedanya dalam pasar modal yang diperdagangkan dana jangka panjang.

Fungsi keuangan dilakukan pasar modal adalah dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut. Meskipun harus diakui perbedaan fungsi ekonomi dan keuangan ini sering tidak jelas.

Husnan (1996;5) menjelaskan beberapa daya tarik dari pasar modal. *Pertama*, jika perusahaan dihadapkan pada keterbatasan dana untuk keperluan ekspansi, sedangkan *debt to equity ratio*-nya yang sudah terlalu tinggi. Maka alternatif lain yang dapat dilakukan perusahaan hanyalah dengan menggunakan dana dalam bentuk *equity* (modal sendiri). Dalam keadaan demikian, pasar modal sangat membantu pemenuhan kebutuhan dana tersebut, yaitu perusahaan dapat melakukan emisi saham biasa baru di pasar modal. Bahkan pendanaan ekstern melalui emisi saham di pasar modal, sering kali lebih murah biayanya dari pada sistem perbankan. Hal ini disebabkan, perbankan mengenakan biaya intermediasi atas dana yang dibutuhkan oleh perusahaan, yaitu berupa *spread* antara bunga yang harus diberikan kepada *lenders* dengan bunga yang harus dibebankan pada

borrowers. Dengan demikian, melalui pasar modal perusahaan dapat menetapkan struktur modalnya (*debt to equity*) secara optimal, sehingga tujuan perusahaan untuk mengoptimalkan kekayaan pemilik (*shareholder*) relatif akan mudah tercapai.

Kedua, kehadiran pasar modal akan menambah pilihan investasi para pemodal sesuai dengan preferensi risiko mereka, sehingga kesempatan untuk mengoptimalkan fungsi utilitas masing-masing pemodal menjadi semakin besar. Seandainya tidak ada pasar modal, maka para pemodal mungkin hanya bisa menginvestasikan dana mereka dalam sistem perbankan ataupun aktiva riil. Kehadiran pasar modal, memungkinkan pemodal melakukan pilihan investasi pada saham (sekuritas) perusahaan yang dapat memaksimumkan kekayaannya. Bahkan, adanya pasar modal, memungkinkan para pemodal dapat melakukan diversifikasi investasi, yaitu melalui pembelian berbagai macam sekuritas dengan jumlah dana yang relatif tidak terlalu besar, dibandingkan bila mereka harus melakukan diversifikasi investasi dalam aktiiva riil. Di samping itu investasi saham (sekuritas) di pasar modal mempunyai daya tarik lain, yaitu pada likuiditasnya. Pemodal dapat membeli saham industri semen hari ini, dan menggantinya kapan dia mau dengan saham industri yang lain.

Ketiga, adanya pasar modal, memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien. Hanya kesempatan-kesempatan investasi yang menjanjikan keuntungan yang tinggi (sesuai dengan risikonya) yang mungkin memperoleh dana dari para

pemodal. Tentu saja analisis para pemodal bisa saja salah dalam mengidentifikasi saham mana yang paling menjanjikan, tetapi sejauh analisis dilakukan oleh jumlah orang yang sangat banyak, dan mereka tidak melakukan kolusi, maka hasil analisis tersebut akan cenderung mendekati kebenaran.

2.2.2 Struktur Aktivitas dan Kualitas Pasar Modal

Seperti disebutkan terdahulu bahwa pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, dalam bentuk hutang (obligasi) ataupun modal sendiri (saham), baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. Berdasarkan struktur aktivitasnya, Yuliati (1996;4) membedakan pasar modal dalam; pasar perdana (*primary market*), pasar sekunder (*secondary market*), pasar ketiga (*third market*).

(1) Pasar perdana adalah pasar di mana penawaran saham dan sekuritas lainnya pertama kali dilakukan kepada pemodal selama masa tertentu sebelum dicatatkan di bursa efek (pasar sekunder). Penentuan harga saham di pasar perdana dilakukan oleh *issuing firm* (emiten) dengan *underwriter* (penjamin emisi) melalui hasil kesepakatan kedua belah pihak (harga terbentuk merupakan *negotiated price*). Namun bisa juga harga jual sekuritas di pasar perdana terbentuk melalui *competitive bidding*. Emiten akan memilih *underwriter* yang menawarkan harga tertinggi atau membebankan biaya

terendah. Hasil penjualan sekuritas setelah dikurangi biaya transaksi di pasar perdana merupakan dana segar yang akan digunakan oleh emiten untuk membiayai kegiatan investasi sesuai dengan prospektus.

- (2) Pasar sekunder (*secondary market*) merupakan pasar di mana penawaran saham atau sekuritas lainnya kepada publik dilakukan setelah melalui masa penawaran di pasar perdana dan dicatatkan di bursa efek. Jadi saham atau sekuritas yang diperdagangkan di pasar sekunder adalah saham atau sekuritas yang telah beredar (*outstanding securities*) di masyarakat. Harga sekuritas yang terbentuk di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar, yaitu interaksi permintaan dan penawaran sekuritas tersebut bursa efek antara pemilik saat ini dan pemilik potensial. Hasil penjualan sekuritas akan dinikmati oleh pemilik saat ini. Di Indonesia, hingga tahun 1998 baru terdapat dua bursa, yaitu PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan PT Bursa Efek Surabaya (BES) yang jasa utamanya adalah menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas di pasar sekunder.
- (3) Pasar ketiga (*third market*) yaitu aktivitas perdagangan sekuritas yang telah terdaftar di bursa efek dilakukan diluar bursa efek atau disebut bursa paralel (*over the counter*). Bursa paralel dapat beroperasi di pasar perdana atau di pasar sekunder. Sekuritas yang terdaftar di bursa paralel dapat merupakan sekuritas yang telah terdaftar di bursa efek atau belum terdaftar. Bagi sekuritas yang terdaftar di bursa efek, bursa paralel merupakan pasar ketiga

(*third market*). Di Indonesia, penyelenggaraan bursa paralel diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-efek.

Dari uraian diatas terlihat bahwa pasar modal hanyalah merupakan suatu media yang mempertemukan permintaan dan penawaran sekuritas jangka panjang. Untuk menentukan seberapa baik kualitas media (pasar modal) tersebut, dibutuhkan beberapa indikator sebagai pedoman penilaian. Yulianti (1996;3) menjelaskan, bahwa kualitas suatu pasar modal dapat dilihat dari empat indikator;

(1) Ketersediaan informasi (*availability of information*)

Seorang calon investor sangat membutuhkan adanya informasi baik yang sifatnya historis, baru dipublikasi maupun ramalan, yang akurat, relevan, dan tepat waktu. Informasi tersebut dapat berupa kondisi internal maupun eksternal yang dihadapi oleh emiten, informasi mengenai pola fluktuasi harga sekuritas di masa yang lalu atau volume perdagangannya. Informasi yang ada akan mempengaruhi proses pembentukan harga beli dan harga jual suatu sekuritas. Semakin lengkap informasi mengenai sekuritas yang terdaftar dalam bursa dan semakin mudah akses terhadap informasi tersebut, maka pasar modal yang bersangkutan akan semakin baik.

(2) Likuiditas (*Liquidity*)

Likuiditas menunjukkan kemampuan untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu secara cepat (*marketability*) dan pada harga yang tidak terlampau berbeda dengan harga sebelumnya, dengan asumsi tidak ada informasi baru

yang timbul (*price continuity*). Dalam pasar modal yang likuid, penjualan suatu sekuritas dapat dilaksanakan dengan cepat tanpa menimbulkan *execution cost*. Likuiditas suatu pasar modal dapat ditinjau dari beberapa faktor, diantaranya ;

- (i). Jumlah order pembelian atau penjualan sekuritas. Semakin banyak jumlah order yang ada, maka pasar akan semakin memiliki kedalaman.
- (ii). Volume perdagangan sekuritas. Semakin besar volume transaksi perdagangan, maka pasar akan semakin memiliki keluasan.
- (iii). *Resiliency*, yaitu kecepatan munculnya order baru karena masuknya suatu informasi baru yang mengakibatkan terganggunya keseimbangan permintaan dan penawaran terhadap sekuritas tertentu.

(3) Efisiensi internal (*internal efficiency*)

Pasar modal akan memiliki efisiensi internal apabila biaya transaksi semakin rendah.

(4) Efisiensi eksternal.

Pasar akan memiliki efisiensi eksternal yang semakin tinggi bila penyesuaian harga sekuritas terhadap informasi baru semakin cepat. Informasi tersebut antara lain dapat menyangkut perubahan faktor-faktor fundamental perusahaan, keadaan perekonomian secara makro dan sebagainya.

Husnan (1996;8) menjelaskan, bahwa keberhasilan suatu pasar modal ditentukan oleh beberapa faktor diantaranya; penawaran dan permintaan sekuritas, kondisi politik dan ekonomi, dan kejelasan aspek hukum serta partisipasi lembaga penunjang pasar. Lembaga-lembaga tersebut adalah; Bapepam, Bursa Efek, Biro Administrasi Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Reksa Dana, Perusahaan Efek, Wali Amanat, Penasihat Investasi. Selain itu, dalam upaya untuk membantu kelancaran aktivitas pasar modal, dibutuhkan Profesi Penunjang Pasar Modal yang terdiri dari Akuntan Publik, Notaris, Konsultan Hukum dan Penilai. Keberadaan lembaga penunjang dan profesi penunjang pasar modal tersebut sangat diperlukan demi terciptanya kegiatan pasar modal yang efisien. Dengan adanya lembaga dan profesi tersebut diharapkan dapat melindungi masyarakat pemodal dari informasi yang tidak benar mengenai keadaan perusahaan yang menarik dana (emiten). Hal ini disebabkan, informasi tersebut mempunyai arti penting bagi masyarakat pemodal yaitu sebagai bahan pertimbangan investasi. Selain itu, keberadaan lembaga dan profesi penunjang pasar modal diharapkan dapat melindungi masyarakat pemodal dari praktik perdagangan yang merugikan, baik yang dilakukan pihak emiten maupun pelaku pasar modal lainnya. Dengan pasar modal yang efisien, maka akan terjadi arus aliran dana dari masyarakat pemodal ke sektor-sektor

yang lebih produktif yang mampu mendayagunakan sumber-sumber secara efisien.

2.2.3 Risiko dan Tingkat Keuntungan (*Return*) Investasi Saham Di Pasar Modal

Investasi saham pada dasarnya merupakan investasi yang dilakukan investor dengan melalui keikutsertaan mereka memiliki sejumlah saham yang diterbitkan suatu perusahaan. Investor berharap, melalui aktivitas tersebut, dapat memperoleh hasil (*return*) baik berupa pembagian keuntungan yang berhasil diperoleh perusahaan (*dividen*) ataupun meningkatnya harga saham (*capital gain*) di masa yang akan datang. Sehingga *return* investasi suatu saham adalah aliran kas yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang baik berupa *dividen* maupun *capital gain/loss* (apresiasi/depresiasi harga saham) atau dapat dinotasikan $R_t = \{Div + (P_t - P_{t-1})\} / P_{t-1}$.

Mengingat hasil yang diharapkan (*expected return*) investor -baik berupa *dividen* dan *capital gain* - baru akan diterima di masa yang akan datang, maka prospek suatu perusahaan sangat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan pilihan investasi saham suatu perusahaan. Weston (1986;393) menjelaskan, jika suatu perusahaan diyakini oleh para investor memiliki prospek yang baik, maka perusahaan tersebut diyakini pula mampu memperoleh keuntungan serta meningkatkan kekayaan perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena kekayaan perusahaan adalah kekayaan pemegang saham, maka dengan meningkatnya kekayaan perusahaan akan diyakini oleh investor dapat

meningkatkan harga saham perusahaan. Oleh karena itu, terhadap saham-saham perusahaan yang prospeknya baik, umumnya investor meyakini bahwa harganya akan meningkat di masa yang akan datang. Begitu sebaliknya jika prospeknya kurang baik.

Untuk mengetahui baik tidaknya prospek suatu perusahaan, faktor informasi mempunyai peranan yang sangat penting. Informasi tersebut dapat berupa kondisi internal maupun eksternal yang dihadapi perusahaan. Weston (1986,368) menjelaskan, informasi tentang kondisi internal yang dihadapi emiten merupakan informasi yang bersifat *microeconomic*. Informasi tersebut antara lain berupa; keberhasilan emiten memperoleh kontrak kerja, keberhasilan program pemasaran, keberhasilan mencapai target pertumbuhan laba, perubahan jumlah pembayaran dividen yang dibagikan, tuntutan perdata pihak ketiga, pemogokan buruh, dan sebagainya. Sedangkan informasi tentang kondisi eksternal yang dihadapi emiten merupakan informasi yang bersifat *macroeconomic*. Informasi tersebut antara lain berupa; perubahan kebijakan pemerintah tentang tingkat suku bunga deposito, intervensi pemerintah tentang kurs valas, kenaikan tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, resesi ekonomi dan sebagainya.

Lebih lanjut dijelaskan, informasi yang kurang baik tentang kondisi internal yang dihadapi emiten menunjukkan risiko spesifik yang dihadapi emiten maupun investor. Bagi emiten, risiko tersebut akan mempengaruhi prestasi mereka dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Sedangkan

bagi investor, akan mempengaruhi persepsi mereka (investor) tentang prospek emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang, sehingga akan mempengaruhi pula terhadap *individual return* yang diharapkan oleh investor baik berupa dividen ataupun *capital gain/loss* (apresiasi/depresiasi atas harga saham).

Informasi mengenai buruknya kondisi perekonomian secara keseluruhan, merupakan risiko pasar yang dihadapi oleh semua emiten. Bagian risiko ini tidak bisa dihindari serta mempengaruhi baik secara langsung ataupun tidak langsung terhadap kinerja emiten secara keseluruhan, sehingga akan mempengaruhi pula terhadap prestasi semua emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Bagi investor, informasi tersebut akan mempengaruhi persepsi mereka tentang prospek semua emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang, sehingga akan mempengaruhi *individual return* yang diharapkan dan *market return*-nya. *Market return* saham menunjukkan perbandingan antara perubahan IHSG periode tertentu ($IHSG_t$) dengan periode sebelumnya ($IHSG_{t-1}$) dibandingkan dengan IHSG periode sebelumnya ($IHSG_{t-1}$), atau dapat dinotasikan $R_m = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$.

Sharpe (1995;97) menjelaskan, apabila suatu informasi diyakini oleh para investor memberikan gambaran tentang prospek yang baik suatu perusahaan, maka akan menimbulkan keberanian investor untuk membeli atau menjual saham perusahaan tersebut dengan harga yang lebih tinggi. Sehingga munculnya

informasi yang baik berkaitan dengan suatu perusahaan, akan menaikkan harga saham perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya informasi yang memberikan gambaran tentang prospek yang tidak baik. Dengan demikian, informasi tentang kondisi internal dan eksternal yang dihadapi emiten akan mempengaruhi harga saham emiten yang bersangkutan serta *return* yang diharapkan oleh investor, yaitu berupa apresiasi/depresiasi harga saham (*capital gain/loss*). Sehingga, secara aktual, *return* investasi saham merupakan perbandingan antara apresiasi atau depresiasi harga saham dibandingkan dengan harga sebelumnya, atau dinotasikan $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$.

2.2.4 Konsep Model Indeks Tunggal (*Single Index Market Model*)

Disebutkan terdahulu, bahwa informasi tentang kondisi internal yang dihadapi oleh emiten, menunjukkan risiko spesifik yang dihadapi oleh emiten yang bersangkutan. Risiko ini akan mempengaruhi prestasi emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Sedangkan informasi tentang kondisi eksternal yang dihadapi emiten menunjukkan risiko pasar yang dihadapi semua emiten. Risiko ini akan mempengaruhi prestasi semua emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Bagi investor, informasi tentang kondisi internal dan eksternal yang dihadapi emiten, akan mempengaruhi *return* yang diharapkan baik berupa dividen maupun *capital gain/loss* (apresiasi/depresiasi harga saham).

Brealey (1986;157) menyatakan, meskipun risiko pasar berpengaruh pada harga-harga saham individual, namun tidak semua risiko pasar akan mempunyai pengaruh yang sama pada harga masing-masing saham. Ada sebagian saham yang sensitif terhadap munculnya risiko pasar tertentu, sedangkan lainnya (mungkin) tidak sensitif. Sehingga sensitifitas risiko pasar terhadap *return individual* saham akan berbeda-beda pula.

Husnan (1996;93) menjelaskan hubungan *individual return* dengan *market return* saham tersebut dalam model indeks tunggal atau sering disebut model pasar (*single index market model*) sebagai berikut. Pada saat pasar membaik, yang ditunjukkan oleh indeks harga saham gabungan (IHSG) menaik, harga saham-saham individual juga meningkat. Demikian pula sebaliknya pada saat pasar memburuk, yang ditunjukkan oleh IHSG menurun, harga saham-saham juga turun. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan suatu saham (R_i) berkorelasi dengan perubahan pasar. Kalau perubahan pasar dinyatakan sebagai tingkat keuntungan indeks pasar (R_m), maka tingkat keuntungan suatu saham (R_i) bisa dinyatakan sebagai berikut.

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

Dalam hal ini, a_i adalah bagian dari tingkat keuntungan saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar. β_i adalah beta, yaitu parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m .

Lebih lanjut dijelaskan, bahwa dalam persamaan tersebut hanyalah memecah keuntungan suatu saham menjadi dua bagian, yaitu bagian keuntungan yang independen dari perubahan pasar dan bagian keuntungan yang dipengaruhi oleh pasar. β_i menunjukkan sensitifitas tingkat keuntungan suatu saham (R_i) terhadap tingkat keuntungan indeks pasar (R_m). Persamaan tersebut merupakan persamaan regresi linier sederhana dengan R_i sebagai variabel tergantung dan R_m sebagai variabel independen. Parameter a_i menunjukkan komponen tingkat keuntungan yang tidak terpengaruh oleh perubahan indeks pasar. Parameter ini bisa dipecah menjadi dua, yaitu α_i (alpha) yang menunjukkan nilai pengharapan dari a_i dan e_i yang menunjukkan elemen acak (*random error term*) dari a_i . Dengan demikian maka

$$a_i = \alpha_i + e_i$$

e_i mempunyai nilai pengharapan sebesar nol. Sehingga persamaan tingkat keuntungan saham bisa dinyatakan sebagai,

$$R_i = a_i + \beta_i R_m + e_i$$

Persamaan tersebut merupakan persamaan regresi linier sederhana yang dihitung dengan R_i sebagai variabel tergantung dan R_m sebagai variabel independen.

2.2.5 Efisiensi Informasional Pasar Modal dan Pengujiannya

Seperti disebutkan terdahulu, bahwa kehadiran pasar modal memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien. Kehadiran pasar modal akan

menambah pilihan investasi sehingga kesempatan mengoptimalkan fungsi utilitas masing-masing investor menjadi semakin besar. Hanya kesempatan-kesempatan investasi yang menjanjikan keuntungan yang tinggi (sesuai dengan risikonya) yang mungkin memperoleh dana dari para investor. Oleh karena itu, tanggungjawab perusahaan yang menarik dana dari masyarakat pemodal adalah berusaha mengoperasikan dana tersebut dalam kegiatan yang produktif secara efisien, sehingga dapat memaksimumkan kekayaan perusahaan. Dengan meningkatnya kekayaan perusahaan memberikan arti bahwa meningkatnya kekayaan pemegang saham. Apabila pasar modal efisien, meningkatnya kekayaan perusahaan akan dicerminkan dengan meningkatnya harga saham perusahaan. Hal ini disebabkan informasi tentang kinerja perusahaan direspon oleh masyarakat pemodal dengan keberanian mereka untuk membeli ataupun menjual saham perusahaan tersebut dengan harga yang tinggi.

Reilley (1989;75) membedakan efisiensi pasar modal dalam 2 jenis, yakni efisiensi internal (*internal efficiency*) dan efisiensi eksternal (*external efficiency*). Pasar modal akan semakin memiliki efisiensi internal apabila biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas (*transaction cost*) semakin rendah. Jadi *internal efficiency* dikaitkan dengan besarnya biaya untuk melakukan pembelian atau penjualan sekuritas. Sedangkan derajat *external efficiency* akan ditentukan oleh kecepatan penyesuaian harga sekuritas di pasar modal, terhadap informasi baru. Informasi baru tersebut antara lain dapat menyangkut perubahan faktor-faktor fundamental

perusahaan, keadaan ekonomi makro dan sebagainya. Dengan perkataan lain, apabila harga saham-saham di pasar modal mencerminkan semua informasi yang ada dan berhubungan dengan sekuritas tersebut, maka pasar modal akan memiliki efisiensi eksternal yang semakin tinggi. Dari pengertian efisiensi eksternal tersebut, maka bisa disimpulkan bahwa jenis efisiensi ini akan dikaitkan dengan informasi. Artinya, efisiensi pasar modal akan diukur secara informasional (*informationally efficient market*). Dijelaskan lebih lanjut, efisiensi pasar modal merupakan salah satu indikator untuk menentukan kualitas pasar modal. Semakin tinggi derajat efisiensinya, maka kualitas pasar modal tersebut akan semakin baik.

Demikian pula, Husnan (1996,245) membedakan efisiensi pasar dalam *internal efficiency* dan *external efficiency*. *External efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. *Internal efficiency*, sebaliknya menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang benar, tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin.

Foster (1986,301) mengemukakan beberapa faktor yang diduga mampu mempengaruhi efisiensi pasar modal, serta karakteristik dari konsep pasar modal efisien. Efisiensi pasar modal diduga akan dipengaruhi oleh faktor-faktor berikut.

(1) Tingkat persaingan antar analis sekuritas di pasar modal.

- (2) Jumlah analis yang melakukan penilaian terhadap sekuritas di pasar modal.
- (3) Kuantitas dan kualitas informasi yang diterbitkan emiten.

Sementara itu, karakteristik dari konsep pasar modal adalah :

- (1) Proses penentuan efisiensi pasar modal akan berhubungan dengan variabel-variabel agregat (*aggregate market variables*), seperti harga sekuritas dan tingkat keuntungan sekuritas.
- (2) Konsep pasar modal efisien memusatkan perhatian pada hubungan *ex-ante* (yang sudah terjadi) antara distribusi tingkat keuntungan sekuritas dengan isi dari berbagai informasi yang ada.
- (3) Penentuan efisiensi pasar modal akan dikaitkan dengan informasi-informasi. Derajat efisiensi pasar modal akan ditentukan oleh jenis informasi yang digunakan dalam penilaian efisiensi pasar modal tersebut.

Dalam kaitannya dengan efisiensi pasar modal, Copeland (1995;107) menjelaskan, apabila seluruh informasi relevan yang tersedia tentang suatu saham langsung tercermin dalam harganya, menunjukkan bahwa pasar modal efisien. Husnan (1996;251) mengklasifikasikan informasi yang relevan dengan suatu saham, dalam 3 tipe, yakni, (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 (1996;107) menggolongkan efisiensi pasar modal dalam tiga tingkatan, yaitu:

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

Efisiensi bentuk lemah mempunyai arti bahwa harga saham saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga saham di masa-masa yang lalu. Oleh karena itu jenis informasi yang digunakan sebagai basis pengujian bentuk lemah adalah rangkaian perubahan harga historis. Dalam keadaan di mana 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. Hal ini disebabkan, para pemodal dengan cepat merefleksikan informasi perubahan harga masa lalu tersebut ke dalam harga sahamnya.

Husnan (1996;252) menyebutkan, pada umumnya pengujian efisiensi bentuk lemah digunakan uji koefisien korelasi seri (*autocorellation*) untuk mengetahui kuat lemahnya hubungan antara harga saham periode tertentu dengan periode sebelumnya atau seberapa jauh perubahan harga saham masa lalu bisa menjelaskan perubahan harga saham saat ini. Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah pola perubahan harga saham mempunyai pola *random walk* sebagai ciri dari pasar modal efisien bentuk lemah.

(2) Efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficeincy*).

Efisiensi bentuk setengah kuat mempunyai arti bahwa harga-harga saham betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Oleh karena itu jenis informasi yang digunakan sebagai basis pengujian adalah informasi yang tersedia bagi publik, misalnya; peristiwa pengumuman laba atau dividen, peristiwa merger atau pengambil-alihan (akuisisi), pemecahan saham, emisi saham baru dan sebagainya. Dalam pasar modal efisien setengah kuat, harga saham bereaksi secara cepat dengan munculnya informasi baru yang dipublikasikan, sehingga pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal (*abnormal return*) dengan memanfaatkan *public information*.

Husnan (1996;252) menyebutkan, pengujian bentuk efisiensi setengah kuat ditujukan apakah harga saham benar-benar mencerminkan informasi yang dipublikasikan. Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui besarnya rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diamati (AAR_t) dengan dipublikasikannya sesuatu informasi yang digunakan sebagai basis pengujian. Rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diamati (AAR_t) diperoleh dengan cara membagi jumlah *abnormal return* seluruh saham yang diamati dengan jumlah saham yang diamati, atau dinotasikan $AAR_t = 1/n \times \sum AR_{it}$.

Abnormal return suatu saham (AR_{it}) adalah selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya (*actual return*; R_{it}) dengan tingkat keuntungan yang

diharapkan (*expected return*; ER_{it}), atau dinotasikan $AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$. *Actual return* (R_{it}) menunjukkan perbandingan antara besarnya apresiasi atau depresiasi harga saham suatu periode ($P_{it} - P_{it-1}$) dengan besarnya harga saham periode sebelumnya (P_{it-1}), atau dinotasikan $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$. Sedangkan *expected return* diperoleh dengan menggunakan *market model* (beberapa peneliti menyebut sebagai *single index market model*). Dalam model ini, *expected return* suatu saham dinyatakan sebagai $ER_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}$. *Expected return* diestimasi berdasarkan data historis, yaitu *individual return* (R_{it}) maupun *market return* (R_{mt}). Selanjutnya dilakukan uji statistik terhadap rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diamati saat informasi dipublikasikan. Dijelaskan lebih lanjut oleh Husnan (1996;258), untuk mengetahui perkembangan *abnormal return* selama beberapa periode, dapat dihitung *cummulative average abnormal return* (CAAR).

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

Efisiensi bentuk kuat mempunyai arti bahwa harga saham saat ini mencerminkan semua informasi yang ada, baik yang sudah dipublikasikan maupun yang belum dipublikasikan. Pengujian bentuk ini mendasarkan pada *private information* yang diperoleh dari *insider information*. Pengujian ini dilakukan terhadap hipotesa yang menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang mungkin tidak diketahui umum. Pengujian dilakukan dengan cara

menganalisa prestasi berbagai portfolio yang dikelola oleh kelompok-kelompok yang mungkin mempunyai informasi khusus. Berbagai portfolio yang dikelola secara profesional dicoba dianalisa prestasinya. Pemikirannya adalah apakah portfolio-portfolio tersebut bisa memberikan keuntungan yang lebih besar daripada pasar secara keseluruhan. Apabila hal ini berlangsung terus-menerus, maka dikatakan bahwa pasar modal tidak dalam keadaan efisien.

Dari pembahasan tentang bentuk-bentuk pasar efisien, diketahui bahwa penggolongan efisiensi pasar modal akan dikaitkan dengan jenis informasi tertentu, sedangkan implikasi dari konsep efisiensi pasar modal terhadap kegiatan analisis saham, dijelaskan oleh Yuliati (1996;127) sebagai berikut.

- (1) Apabila terdapat suatu pasar modal yang efisien, maka analisis saham dengan menggunakan suatu jenis informasi yang dipakai sebagai basis pengujian efisiensi, tidak akan berhasil memperoleh saham yang mampu menghasilkan keuntungan abnormal (*abnormal return*). Implikasi ini timbul karena harga-harga saham di pasar modal telah mencerminkan semua informasi tersebut. Misalnya saja suatu pasar modal tergolong efisien dalam bentuk lemah. Dalam kondisi seperti ini, strategi investasi dengan mendasarkan diri pada hasil analisis terhadap data fluktuasi harga historis saham tidak akan mampu memberikan tingkat keuntungan abnormal.

- (2) Erat kaitannya dengan implikasi tersebut, apabila investor berharap untuk memperoleh tingkat keuntungan abnormal (*abnormal return*), maka ia harus menempuh prosedur analisis yang berbeda dengan bentuk efisiensi pasar modal. Artinya, jika pasar modal efisien dalam bentuk lemah, maka analisis saham harus didasarkan pada informasi lain di luar informasi tentang fluktuasi harga saham. Secara umum dapat dikatakan bahwa keinginan untuk mendapatkan kesempatan investasi yang mampu memberikan keuntungan abnormal, mungkin akan bisa terwujud, jika investor memiliki akses atau kemampuan untuk memperoleh informasi yang belum diketahui oleh investor lain.
- (3) Implikasi selanjutnya adalah berhubungan dengan tujuan analisis saham. Umumnya analisis saham bertujuan untuk mengidentifikasi prospek dari masing-masing saham di pasar modal. Prospek saham tersebut akan ditentukan oleh persepsi dan keyakinan analis. Di lain pihak, persepsi dan keyakinan tersebut diperoleh dari hasil analisis terhadap informasi yang berhubungan dengan setiap saham yang ada. Dalam kondisi pasar modal yang efisien, maka harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang ada. Fenomena ini memiliki implikasi khusus terhadap tujuan dari kegiatan analisis saham. Tujuan analisis saham tidak hanya untuk menentukan prospek saham, tetapi lebih dari itu, ditujukan untuk menemukan saham dengan karakteristik yang semestinya berbeda dari yang diyakini oleh pelaku di pasar modal.

- (4) Implikasi lainnya dari konsep pasar modal efisien berhubungan dengan proses penyesuaian harga saham sebagai akibat masuknya suatu informasi baru. Apabila publik mengetahui suatu informasi baru, maka hal ini akan mempengaruhi permintaan dan penawaran saham. Selanjutnya, pergeseran permintaan dan penawaran saham tersebut akan mempengaruhi keseimbangan harga saham. Harga saham akan berfluktuasi sebelum mencapai harga keseimbangan yang baru. Fluktuasi harga saham tersebut memiliki implikasi terhadap analisis saham. Oleh karena itu, analisis saham harus mempertimbangkan dampak dari munculnya informasi baru yang berkaitan dengan saham-saham di pasar modal.

2.2.6 Kebijakan dan Kandungan Informasi Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang laba dibagi atau ditahan. Namun dibalik itu, kebijakan dividen merupakan suatu upaya yang dilakukan oleh perusahaan untuk memberikan informasi tentang prestasi yang berhasil dicapai oleh perusahaan. Oleh karena itu pemilihan alternatif kebijakan dividen akan menjadi bagian penting bagi perusahaan, agar pembagian dividen dapat memberikan informasi tentang prestasi perusahaan secara benar.

2.2.6.1 Pengertian dan Teori Kebijakan Dividen

Pada dasarnya, kebijakan dividen merupakan keputusan apakah keuntungan akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk

reinvestasi dalam perusahaan. Weston (1985;492) menyebutkan, dalam model dasar penilaian harga saham, $P_0 = D_1/(k_e - g)$ disebutkan bahwa semakin besar dividen kas yang dibagikan (D_1), akan menaikkan harga saham (P_0) apabila tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor (k_e) dan tingkat pertumbuhan perusahaan (g) adalah tetap. Namun, meningkatnya dividen kas yang dibagikan akan mengakibatkan semakin sedikitnya sisa dana untuk reinvestasi, dengan akibat lanjutan berupa lebih rendahnya perkiraan tingkat pertumbuhan masa depan.

Dengan menggunakan pada model dasar tersebut, dapat dimengerti bahwa kebijakan dividen menimbulkan dua efek yang bertentangan serta menimbulkan suatu pertanyaan yang perlu dijawab yaitu: pengaruh apa yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen ? dan apakah keputusan dividen relevan pengaruhnya terhadap harga saham ?

Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Kolb (1983;631) menyebutkan tiga teori sebagai berikut:

(1) *Residual theory*.

Apabila perusahaan hanya bisa membelanjai kegiatan investasinya dengan sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan, yaitu dari keuntungan, maka pembagian dividen hanyalah residu pasif. Artinya, perusahaan tidak akan membagikan keuntungan dalam bentuk dividen selama perusahaan dihadapkan pada banyaknya kesempatan investasi yang menguntungkan.

Oleh karena itu, pembagian dividen hanya dilakukan jika perusahaan tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan atau pembagian dividen hanyalah merupakan residu setelah perusahaan memenuhi semua kebutuhan investasinya. Hal ini didasarkan pada teori: *investor lebih senang jika perusahaan menahan keuntungan dan menginvestasikan kembali daripada membayarkannya sebagai dividen, dengan syarat bahwa tingkat keuntungan reinvestasi tersebut melebihi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.*

Jadi apapun yang dilakukan terhadap keuntungan, dibagi atau ditahan, hanya akan mempengaruhi harga saham, yaitu meningkatkan harga saham, apabila tingkat keuntungan reinvestasi lebih besar dari tingkat keuntungan yang disyaratkan investor. Oleh karena itu kebijakan dividen menjadi tidak relevan pengaruhnya terhadap harga saham.

(2) *Indifference theory.*

Apabila perusahaan mempertimbangkan adanya sumber dana yang berasal dari luar, di samping dari dalam perusahaan, permasalahannya akan menjadi: apakah perusahaan membelajai investasinya dari keuntungan dengan tidak membagikan dividen, atau tetap membagikan dividen tetapi mengeluarkan saham baru. Dari kedua alternatif tersebut tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Pemegang saham dikatakan merasa tidak berbeda (*indifference*) apakah dividen dibagikan atau ditahan. Karena naiknya

harga saham dengan adanya pembagian dividen akan diimbangi dengan turunnya harga saham karena tingginya biaya penerbitan (*flotation cost*) atas pengeluaran saham baru. Teori ini dipelopori oleh Modigliani dan Miller dalam telaahannya mengenai *Dividen Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business 34, October 1961*

Baik dalam *residual theory* maupun *indifference theory* menggunakan beberapa asumsi yang sulit untuk ditemui dalam dunia nyata, yaitu:

- (a) Tidak ada pajak atas dividen dan capital gain.
- (b) Tidak ada biaya penerbitan (*flotation cost*) pengeluaran saham baru.
- (c) Tidak ada biaya transaksi.
- (d) Investor dihadapkan pada kepastian hasil di masa yang akan datang.

(3) *Bird in the hand theory*.

Teori ini mengatakan bahwa pemegang saham tidak peduli (*not indifferent*) terhadap dividen dan penahanan pendapatan perusahaan. Bagi pemegang saham, yang penting adalah besarnya dividen saat ini daripada menundanya untuk direalisasikan dalam bentuk *capital gain* nanti. Alasannya adalah, dengan pembayaran dividen sekarang maka penerimaan uang sudah pasti, sedangkan apabila ditunda, ada kemungkinan bahwa apa yang diharapkan tidak bisa diperoleh (meleset). Dengan argumen *bird in hand* tersebut maka kebijakan dividen relevan pengaruhnya terhadap harga saham. Teori ini didukung oleh Lintner dan Gordon yang mengatakan

bahwa pemegang saham menilai \$1 dividen yang diterima saat ini lebih berharga dari pada pendapatan \$1 yang ditahan.

2.2.6.2 Alternatif Kebijakan Dividen

Alternatif kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang menyangkut bagaimana cara dividen dibayarkan kepada pemegang saham. Ada beberapa alternatif cara pembayaran dividen yang dapat dipilih sebagai kebijakan dividen perusahaan. Kolb (1983:642) menyebutkan 5 pola sebagai berikut :

(1) Stable and occasionally increasing dividends per share.

Kebijakan ini menetapkan dividen per saham yang tetap (*stable*) selama tidak ada peningkatan yang permanen dalam *earning power* dan kemampuan membayar dividen. Manajemen menaikkan dividen hanya kalau ia yakin bahwa pendapatan masa depan akan mendukung pemeliharaan dividen yang dibayarkan. Pemilihan alternatif ini didasarkan pada pertimbangan psikologis pemegang saham, di mana pemegang saham akan merasa senang bila dividen naik sehingga hal ini akan menaikkan harga. Sebaliknya bila dividen turun, pemegang saham akan kecewa sehingga akan menurunkan harga saham.

(2) *Stable dividend per share.*

Kebijakan ini menetapkan besarnya dividen per saham dari tahun ke tahun adalah tetap dan berusaha untuk mempertahankannya, bahkan bila perlu, kebutuhan dana untuk investasi dilakukan dengan emisi saham biasa baru. Pemilihan alternatif ini didasarkan pada pertimbangan, jika pemegang saham memanfaatkan dividen sebagai pendapatan yang bisa diperkirakan di muka karena sifat regulernya, maka dividen yang stabil akan dianggap lebih kecil risikonya, sehingga dividen per saham yang stabil akan menaikkan harga saham dibandingkan yang berfluktuasi.

(3) *Stable payout ratio.*

Kebijakan ini menetapkan besarnya dividen dalam persentase yang konstan terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan. Karena itu besarnya dividen per saham akan berfluktuasi sesuai dengan jumlah keuntungan yang diperoleh perusahaan. Kebijakan dividen seperti ini tidak akan dapat memaksimalkan nilai saham perusahaan. Bahkan keputusan ini bisa membawa kebangkrutan perusahaan.

(4) *Reguler dividend plus extras.*

Dalam kebijakan ini dividen reguler ditetapkan dalam jumlah yang manajemen yakin mampu mempertahankannya tanpa menghiraukan fluktuasi keuntungan dan kebutuhan investasi. Perusahaan akan memberikan dividen ekstra kepada pemegang saham apabila perusahaan mencapai prestasi

terbaik. Cara ini memberikan fleksibilitas bagi perusahaan, hanya saja pemegang saham merasa tetap kurang pasti tentang jumlah yang akan diterimanya. Pada perusahaan yang pendapatannya sangat tidak pasti, cara ini mungkin merupakan cara yang terbaik. Seperti halnya pada alternatif (1) dan (2) alternatif ini mengakui kandungan informasi dividen, yaitu bahwa adanya dividen ekstra menggambarkan tentang prestasi baik yang dicapai perusahaan, sehingga dengan dividen ekstra akan menaikkan harga saham.

(5) *Fluctuating dividends and payout ratio.*

Dalam kebijakan ini, dividen dan *payout ratio* berfluktuasi sesuai dengan perubahan pendapatan dan kebutuhan investasi perusahaan setiap periode. Metode ini kurang populer untuk perusahaan yang go public, namun cocok untuk perseroan tertutup.

2.2.6.3 Kandungan Informasi Dividen

Pengumuman dividen, merupakan salah satu informasi yang berasal dari intern emiten. Dengan pengumuman dividen, emiten berkeinginan untuk menginformasikan tentang prestasi perusahaan, baik atas kinerjanya selama satu tahun berjalan ataupun prospek perusahaan di masa yang akan datang. Husnan (1993;290) menyatakan, dalam kondisi di mana investor dihadapkan pada ketidakpastian hasil investasi, penggunaan dividen sebagai suatu indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan merupakan hal yang diterima. Hal ini

disebabkan, karena keuntungan menurut laporan akuntansi bisa dipengaruhi oleh metode perlakuan akuntansi yang berbeda. Oleh karena itu bisa dimengerti mengapa para investor lebih percaya pada penggunaan dividen sebagai indikator prospek perusahaan dari pada pengumuman laba.

Di samping itu, pengumuman dividen juga mengandung informasi mengenai persepsi manajemen tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang, yaitu jika dikaitkan dengan keuntungan perusahaan (yang diharapkan) dan aliran kas untuk membayar dividen. Oleh karena itu manajemen tidak akan mengambil risiko dengan membayar dividen yang tinggi pada suatu waktu tertentu bila menurut estimasi mereka perusahaan tidak mampu mempertahankannya dimasa yang akan datang. Begitu pula dengan perubahan kebijakan dividen bisa mempengaruhi harapan para investor tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang dan karenanya akan mempengaruhi harga saham. Adanya kenaikan dividen akan ditafsirkan sebagai tanda yang optimis dari manajemen sehubungan dengan keuntungan perusahaan yang diharapkan dimasa yang akan datang, karenanya harga saham akan merefleksi secara cepat atas pengumuman dividen tersebut. Sebaliknya jika terjadi adanya penurunan dividen bisa ditafsirkan penurunan keuntungan di masa yang akan datang, karenanya akan menurunkan harga saham.

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

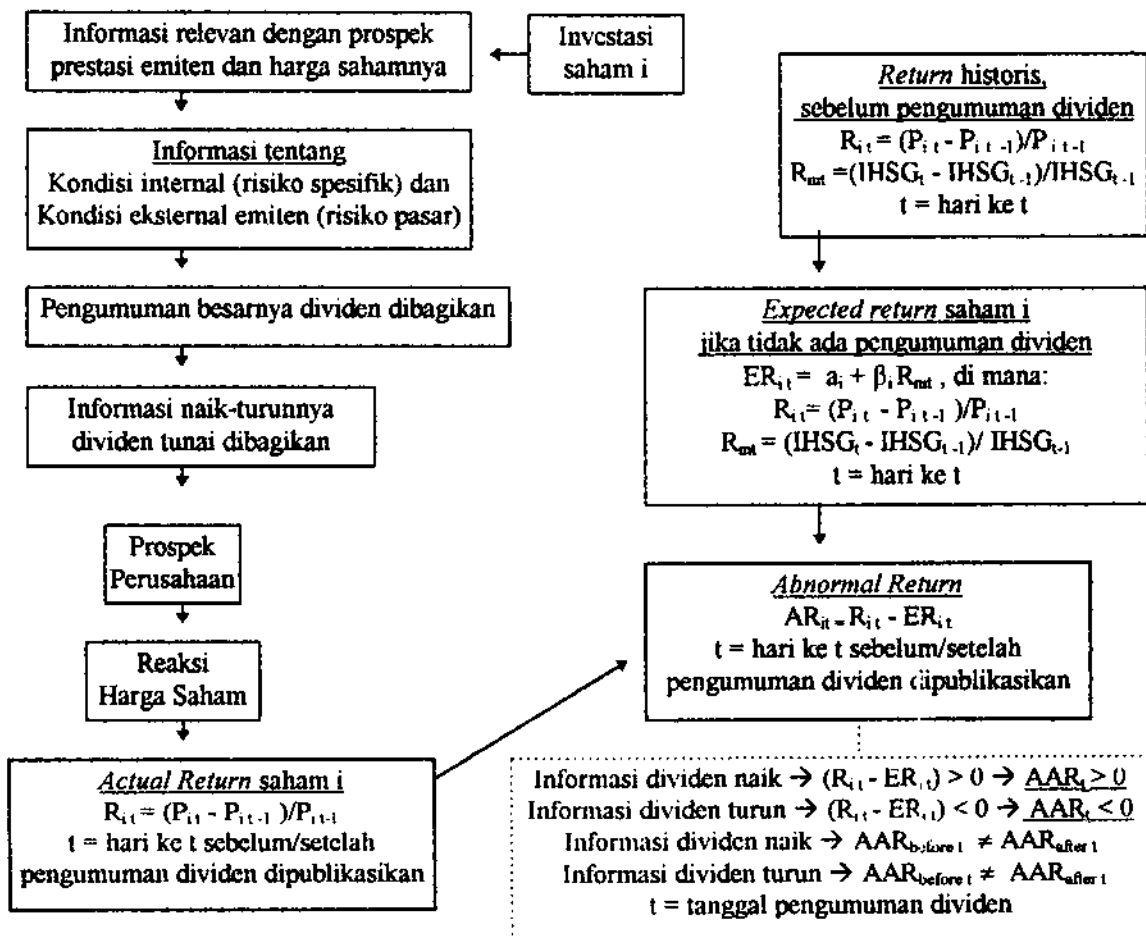
3.1 Kerangka Konseptual

Dalam investasi saham, investor berharap memperoleh *return*, baik dividen atau *capital gain* (apresiasi harga saham) di masa yang akan datang. Oleh karena itu investor akan berusaha memperoleh informasi yang relevan dengan prospek prestasi emiten beserta harga sahamnya di masa yang akan datang. Informasi tersebut dapat berupa kondisi internal (risiko spesifik) maupun eksternal (risiko pasar) yang dihadapi emiten. Pengumuman tentang besarnya dividen tunai yang dibagikan merupakan salah satu informasi yang berasal dari dalam diri emiten. Dengan pengumuman dividen ini dapat diketahui naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan sekaligus dapat digunakan sebagai indikator untuk memperkirakan prospek naik-turunnya prestasi emiten dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Naiknya dividen tunai yang dibagikan, memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang, begitu sebaliknya jika dividen tunai yang dibagikan turun.

Dalam pasar modal efisien setengah kuat, informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan, diperkirakan harga saham akan naik, sehingga *actual return* meningkat menjadi lebih tinggi dari *return* yang diharapkan (*expected return*) jika tidak ada informasi tersebut, begitu sebaliknya jika dividen tunai turun. *Actual return* menunjukkan perbandingan besarnya apresiasi atau depresiasi harga saham suatu periode dengan besarnya harga saham periode sebelumnya dengan adanya peristiwa

pengumuman dividen. *Expected return* menunjukkan besarnya *return* yang diharapkan jika tidak ada peristiwa pengumuman dividen, yang diperoleh dari data historis; *individual return* dan *market return* sebelum adanya pengumuman dividen. Perbedaan antara *actual return* dengan *expected return* menunjukkan besarnya *abnormal return* sebagai akibat dari adanya peristiwa pengumuman dividen. Adanya peristiwa pengumuman dividen, diperkirakan akan menimbulkan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya pengumuman dividen.

Secara ringkas pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* saham dapat disusun dalam Skema 3.1



Skema 3.1: PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM

3.2 Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah serta landasan teori dan kerangka konseptual yang ada, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- (1) Diduga peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan.
- (2) Diduga informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun.
- (3) Diduga ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen.

3.3 Model Analisis

Sesuai dengan pendekatan yang digunakan untuk menganalisis pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* saham, maka model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- (1) Untuk mengetahui apakah peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan; digunakan model uji beda rata-rata dengan nilai yang dihipotesiskan (*hypotesis test for means*); yaitu

$$t = \frac{(x_t - \mu)}{(S_x / \sqrt{n})} \quad \text{di mana:}$$

x_t = rata-rata *abnormal return* (AAR_t) seluruh saham yang diteliti, pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

μ = nilai rata-rata *abnormal return* untuk seluruh saham yang dihipotesiskan sama dengan angka nol.

S_{xt} = standar deviasi rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti, pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

n = jumlah sampel yang diteliti.

Sedangkan rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti, pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan, dinotasikan;

$$AAR_t = 1/n \times \sum \{R_{it} - ER_{it}\}$$

AAR_t = rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti, hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

R_{it} = *actual return* masing-masing saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

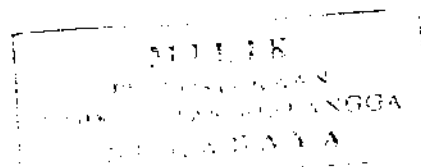
ER_{it} = *expected return* masing-masing saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

n = jumlah sampel yang diteliti.

Untuk memperoleh R_{it} (*actual return*) saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen, dihasilkan dari:

$R_{it} = \{P_{it} - P_{it-1}\} / P_{it-1}$ di mana ; P_{it} adalah harga saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan, P_{it-1} adalah harga saham i, pada hari ke t-1 setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

Expected return (ER_{it}) saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan, dihitung dengan *Single Index Market Model (SIMM)*, yakni:



$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$, di mana ;

R_{it} = *Individual return* saham i pada hari ke t selama 100 hari sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, yaitu $R_{it} = \{P_{it} - P_{it-1}\} / P_{it-1}$ dimana ; P_{it} adalah harga saham i hari ke t sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, P_{it-1} adalah harga saham i hari ke t-1 sebelum pengumuman dividen dipublikasikan.

R_{mt} = *Market return* saham selama 100 hari sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, yaitu $R_{mt} = \{IHS G_t - IHS G_{t-1}\} / IHS G_{t-1}$ dimana ; $IHS G_t$ adalah IHS G hari ke t sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, $IHS G_{t-1}$ adalah IHS G hari ke t-1 sebelum pengumuman dividen dipublikasikan.

Koefisien α_i dan β_i diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara R_{it} dan R_{mt} . Dari koefisien α_i dan β_i tersebut, dapat dihitung ER_{it} pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

Dalam hal ini rata-rata *abnormal return* saham masing-masing tanggal/hari akan dihitung mulai dari saat pengumuman dividen dipublikasikan (t+0) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen dipublikasikan (t+5).

Alasan digunakannya model ini adalah untuk mengetahui apakah harga saham merefleksi dengan cepat kandungan informasi naik-turunnya dividen tunai, sekaligus dengan model ini dapat diketahui arah perubahan harga saham. Adanya informasi dividen naik diperkirakan harga saham akan naik, sehingga rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti berbeda (lebih besar) dari nol secara signifikan, begitu sebaliknya jika dividen turun.

(2) Untuk mengetahui apakah informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun, digunakan uji beda dua rata-rata :

$$t = \frac{(x_1 - x_2)}{(\sigma^2_1/n_1) + (\sigma^2_2/n_2)} \quad \text{di mana:}$$

x_2 = besarnya *AAR* kelompok saham dividen turun.

x_1 = besarnya *AAR* kelompok saham dividen naik.

σ^2_2 = standar deviasi *AAR* kelompok saham dividen turun.

σ^2_1 = standar deviasi *AAR* kelompok saham dividen naik.

n_2 = jumlah sampel kelompok dividen turun.

n_1 = jumlah sampel kelompok dividen naik.

Besarnya *AAR* kelompok saham dividen turun (x_2) dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$AAR_t = 1/n \times \sum \{R_{it} - ER_{it}\}$$

AAR_t = rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti, setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

R_{it} = *actual return* saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

ER_{it} = *expected return* saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

n = jumlah sampel yang diteliti.

Untuk memperoleh R_{it} (*actual return*), dihasilkan dari:

$R_{it} = \{P_{it} - P_{it-1}\} / P_{it-1}$ di mana ; P_{it} adalah harga saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan, P_{it-1} adalah harga saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

Expected return (ER_{it}) saham i pada hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan, dihitung dengan *Single Index Market Model (SIMM)*, yakni:

$ER_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}$, di mana ;

R_{it} = *Individual return* saham i pada hari ke t selama 100 hari sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, yaitu $R_{it} = \{P_{it} - P_{it-1}\} / P_{it-1}$ dimana ; P_{it} adalah harga saham i hari ke t sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, P_{it-1} adalah harga saham i hari ke $t-1$ sebelum pengumuman dividen dipublikasikan.

R_{mt} = *Market return* saham selama 100 hari sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, yaitu $R_{mt} = \{IHSg_t - IHSg_{t-1}\} / IHSg_{t-1}$ dimana ; $IHSg_t$ adalah $IHSg$ hari ke t sebelum pengumuman dividen dipublikasikan, $IHSg_{t-1}$ adalah $IHSg$ hari ke $t-1$ sebelum pengumuman dividen dipublikasikan.

Koefisien a_i dan β_i diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara R_{it} dan R_{mt} . Dari koefisien a_i dan β_i tersebut, dapat dihitung ER_{it} setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

Besarnya standar deviasi AAR kelompok saham dividen turun (σ^2_2), dihitung dengan cara

$$\sigma^2_2 = \sum (AR_{it} - AAR_t)^2$$

AR_{it} = *Abnormal return* saham i hari ke t setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

AAR_t = Rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti setelah pengumuman dividen dipublikasikan.

Besarnya AAR dan standar deviasi AAR kelompok saham dividen naik (x_1) dihitung dengan cara yang sama dengan kelompok saham dividen turun.

Dalam hal ini akan dihitung rata-rata *abnormal return* saham secara keseluruhan mulai dari saat pengumuman dividen dipublikasikan ($t+0$) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen dipublikasikan ($t+5$).

Alasan digunakannya model ini adalah untuk mengetahui apakah harga saham merefleksikan dengan cepat kandungan informasi naik-turunnya dividen, sekaligus dengan model ini dapat diketahui arah perubahan harga saham. Adanya informasi dividen naik diperkirakan harga saham akan naik, sehingga rata-rata *abnormal return* untuk seluruh saham yang diteliti berbeda (lebih besar) dari nol secara signifikan, saat pengumuman dividen dipublikasikan, begitu sebaliknya jika dividen turun. Oleh karena itu, dengan model ini dapat diketahui apakah informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun.

- (3) Untuk mengetahui apakah ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham, sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman perubahan dividen, digunakan uji beda dua rata-rata :

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)}{(\sigma_1^2/n_1) + (\sigma_2^2/n_2)} \quad \text{di mana:}$$

x_2 = rata-rata *abnormal return* saham setelah peristiwa pengumuman dividen.

x_1 = rata-rata *abnormal return* saham sebelum pengumuman dividen

σ^2_2 = standar deviasi rata-rata *abnormal return* saham setelah pengumuman dividen

σ^2_1 = standar deviasi rata-rata *abnormal return* saham sebelum pengumuman dividen

n_2 = jumlah sampel yang diamati setelah pengumuman dividen.

n_1 = jumlah sampel yang diamati sebelum pengumuman dividen.

Rata-rata *abnormal return* saham setelah peristiwa pengumuman dividen, dihitung dengan cara ;

$$x_2 = \frac{\sum AR_{after t}}{n} , \text{ di mana } n \text{ adalah jumlah sampel yang diamati.}$$

Rata-rata *abnormal return* saham sebelum peristiwa pengumuman dividen, dihitung dengan cara ;

$$x_1 = \frac{\sum AR_{before t}}{n} , \text{ di mana } n \text{ adalah jumlah sampel yang diamati.}$$

Standar deviasi rata-rata *AR* setelah peristiwa pengumuman dividen, dihitung dengan cara

$$\sigma^2_2 = \sqrt{\frac{\sum (x_i - x_2)}{n_2 - 1}} , \text{ di mana}$$

x_i = *abnormal return* saham i setelah peristiwa pengumuman dividen.

x_2 = rata-rata *abnormal return* setelah peristiwa pengumuman dividen.

n_2 = jumlah sampel yang diamati.

Standar deviasi rata-rata *AAR* sebelum peristiwa perubahan dividen, dihitung dengan cara

$$\sigma^2_1 = \sqrt{\frac{\sum (x_1 - x_2)}{n_1 - 1}}, \text{ di mana}$$

x_1 = rata-rata *abnormal return* saham i sebelum peristiwa perubahan dividen.

x_2 = rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa perubahan dividen.

n_2 = jumlah sampel yang diamati.

Dalam hal ini akan dihitung rata-rata *abnormal return* saham secara keseluruhan mulai dari 1 hari setelah pengumuman dividen dipublikasikan (t+1) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen dipublikasikan (t+5), untuk selanjutnya akan diperbandingkan dengan rata-rata *abnormal return* saham secara keseluruhan mulai dari 1 hari sebelum pengumuman dividen dipublikasikan (t-1) sampai dengan 5 hari sebelum pengumuman dividen dipublikasikan (t-5)

Alasan penggunaan model ini adalah untuk mengetahui apakah peristiwa pengumuman dividen dapat menimbulkan reaksi terhadap harga saham, sehingga menimbulkan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen.

BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1 Identifikasi Variabel

Sebagaimana disebutkan dalam perumusan masalah, hipotesis serta model yang digunakan dalam penelitian ini, variabel yang akan diteliti terdiri harga saham, indeks harga saham gabungan, *actual return*, *expected return*, *individual return*, *market return*, *abnormal return* serta tanggal peristiwa pengumuman dividen. Besarnya *abnormal return*, akan ditentukan oleh selisih antara *actual return* dengan *expected return* yang diestimasi dengan pendekatan *single index market model (SIMM)*. Dalam model indeks pasar ini, variabel *market return* diidentifikasi sebagai variabel bebas, sedangkan *individual return* sebagai variabel tidak bebas.

4.2 Definisi Operasional Variabel

Agar tidak terjadi kesalahan dalam mengartikan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, maka batasan-batasan definisi operasional variabel dijelaskan sebagai berikut:

- (1) Harga saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham yang terjadi dan tercatat pada transaksi penutupan jam kerja bursa di pasar reguler BEJ atau disebut *closing price*. Dipilihnya *closing price* sebagai pedoman harga saham dalam penelitian ini, karena *closing price* dianggap mewakili akumulasi reaksi harga saham yang terjadi selama satu hari tersebut.

- (2) Dimaksudkan dengan harga saham periode/hari tertentu (P_{it}) adalah harga saham yang terjadi pada transaksi penutupan jam kerja bursa hari/tanggal tertentu. Sedangkan harga saham periode/hari sebelumnya (P_{it-1}) adalah harga saham yang terjadi pada transaksi penutupan jam kerja bursa hari/tanggal sebelumnya. Mengingat bahwa hari kerja bursa dalam satu minggunya hanya 5 hari kerja, yaitu hari Senin sampai dengan Jum'at, sedangkan hari Sabtu, Minggu dan hari besar lainnya, bursa tidak beroperasi. Maka penetapan "harga saham periode/hari sebelumnya (P_{it-1})" dalam penelitian ini akan disesuaikan dengan hari kerja bursa. Sebagai contoh, misalkan P_{it} adalah harga saham hari Senin tanggal 13 April 1998 maka P_{it-1} adalah harga saham hari Jum'at tanggal 10 April 1998. Oleh karena hari Jum'at tanggal 10 April 1998 adalah hari besar wafatnya Isa Almasih, maka P_{it-1} adalah harga saham hari Kamis tanggal 9 April 1998, dan seterusnya.
- (3) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang digunakan dalam penelitian ini adalah IHSG yang terjadi dan tercatat pada transaksi penutupan jam kerja bursa di pasar reguler (BEJ). IHSG periode/hari tertentu ($IHSG_t$) adalah IHSG yang terjadi pada transaksi penutupan jam kerja bursa hari/tanggal tertentu. Sedangkan IHSG periode/hari sebelumnya ($IHSG_{t-1}$) adalah IHSG yang terjadi pada transaksi penutupan jam kerja bursa hari/tanggal sebelumnya.
- (4) Dimaksudkan dengan *actual return* dalam penelitian ini adalah *actual return* harian yaitu hasil perbandingan apresiasi/depresiasi harga saham suatu hari dibandingkan dengan harga saham hari sebelumnya, yang dinotasikan $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1}$

- (5) Dimaksudkan dengan *expected return* dalam penelitian ini adalah *expected return* harian. *Expected return* diartikan sebagai tingkat keuntungan yang diestimasikan dengan menggunakan *single index market model* berdasarkan data *return* harian historis yaitu *individual return* maupun *market return* sebelum adanya peristiwa pengumuman dividen, atau dinotasikan dengan $ER_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}$
- (6) Data yang digunakan untuk estimasi *return* adalah harga saham dan IHSG harian, selama 100 hari kerja bursa sebelum peristiwa pengumuman dividen pada tahun 1997 untuk masing-masing saham sampel.
- (7) *Individual return* historis diartikan sebagai *individual return* sebelum peristiwa pengumuman dividen. *Individual return* diartikan sama dengan *actual return*, yaitu hasil perbandingan apresiasi/depresiasi harga saham suatu hari dibandingkan dengan harga saham hari sebelumnya, yang dinotasikan $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1}$
- (8) *Market return* historis diartikan sebagai *market return* harian sebelum peristiwa pengumuman dividen. *Market return* diartikan sebagai hasil perbandingan apresiasi/depresiasi IHSG suatu hari dengan IHSG hari sebelumnya, yang dinotasikan sebagai $R_m = (IHSG_t - IHSG_{t-1})/IHSG_{t-1}$
- (9) *Abnormal return* diartikan sebagai selisih antara *expected return* dengan *actual return* pada hari atau tanggal yang sama.
- (10) Dalam penelitian ini yang dimaksud dividen adalah dividen kas atau dividen tunai yang dibagikan oleh perusahaan (emiten) sebagaimana termaksud dalam pengumuman dividen. Naik-turunnya dividen dalam penelitian ini diartikan sebagai

perbedaan jumlah dividen kas yang dibagikan oleh perusahaan antara tahun fiskal 1996 dengan 1997.

- (11) Dalam pengumuman dividen terdapat tanggal *cum dividen*, tanggal *ex dividen*, tanggal pencatatan, tanggal pembayaran dividen dan tanggal pengumuman. Acuan yang dipakai dalam penelitian ini adalah tanggal di mana pengumuman dividen tahun 1997 dipublikasikan, untuk selanjutnya tanggal tersebut dijadikan sebagai tanggal peristiwa pengumuman dividen. Tanggal pengumuman dividen yang dijadikan acuan adalah tanggal di mana pengumuman dividen dipublikasikan lewat mass media Harian Bisnis Indonesia sesuai dengan yang dilaporkan oleh emiten kepada Bapepam.

4.3. Jenis dan Sumber data

Sebagaimana disebutkan dalam perumusan masalah dan tujuan penelitian, maka data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa laporan-laporan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Jakarta. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini diantaranya adalah :

- (1) Perkembangan jumlah emiten yang telah mendaftarkan sahamnya di BEJ hingga tahun 1997.
- (2) Jumlah perusahaan yang membagikan dividen dalam tahun fiskal 1996 dan 1997.
- (3) Jumlah dividen kas yang dibagikan dalam tahun fiskal 1996 dan tahun 1997.
- (4) Tanggal pengumuman dividen, *cum dividen*, *ex dividen*, pencatatan dan pembayaran dividen untuk tahun fiskal 1997.

- (5) Harga saham harian, IHSG harian tahun 1996 dan 1997.
- (6) Volume transaksi, nilai transaksi, nilai kapitalisasi saham selama tahun 1997.
- (7) Beberapa data dan informasi lainnya yang berkaitan dengan aktivitas BEJ serta mendukung penjelasan hasil-hasil penelitian.

Data tersebut diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Bursa Efek Jakarta. Tanggal pengumuman dividen diperoleh dari dua sumber baik dari PRPM maupun media informasi (Harian Bisnis Indonesia), di mana keduanya saling melengkapi.

4.4 Prosedur Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini adalah semua emiten yang telah mencatatkan saham di BEJ hingga akhir tahun 1997 yaitu ada 283 perusahaan. Namun dari jumlah tersebut, tidak semuanya memiliki kesempatan yang sama untuk dijadikan sampel. Penentuan sampel dilakukan dengan cara *purposive sampling*. Hal ini dimaksudkan agar sampel yang terpilih dapat memenuhi sasaran yang hendak dicapai dalam tujuan penelitian ini.

Persyaratan saham emiten yang akan dijadikan sampel adalah :

- (1) Saham paling tidak telah terdaftar di BEJ tahun 1995, sehingga ada kemungkinan untuk membagikan dividen kas pada tahun 1996 dan 1997.
- (2) Saham yang telah terseleksi pada poin (1) hanya dipilih saham yang memperoleh pembagian dividen kas antara tahun 1996 dengan tahun 1997, sehingga dapat diperbandingkan antara naik-turunnya dividen kas. Oleh karena itu terhadap

saham yang memperoleh dividen dalam bentuk saham, baik tahun 1996 ataupun tahun 1997 tidak bisa dijadikan sampel.

- (3) Saham yang telah terseleksi pada poin (2) dipilih saham yang memperoleh pembagian dividen kas yang berbeda selama tahun 1996 dengan tahun 1997. Oleh karena itu terhadap saham yang memperoleh dividen tetap tidak dijadikan sampel. Dengan demikian dari jumlah saham yang telah terseleksi dapat dipisahkan antara saham dengan dividen kas naik atau turun.
- (4) Saham yang telah terseleksi pada poin (3) dipilih yang paling aktif diperdagangkan pada masing-masing sektor menurut frekuensi pemesanannya, selama periode Januari hingga Desember 1997. Alasan dipilihnya saham yang paling aktif diperdagangkan pada masing-masing sektor ini, selain untuk meningkatkan keterwakilan masing-masing sektor pada sampel penelitian sekaligus untuk menghindari; (i) tidak bereaksinya harga saham saat pengumuman perubahan dividen, disebabkan karena kemungkinan tidak ada transaksi sehubungan suatu saham memang tidak diminati oleh publik ataupun (ii) bereaksinya harga saham saat pengumuman perubahan dividen hanya karena kemungkinan perdagangan semu antar broker dealer.

Jumlah emiten yang terdaftar tahun 1995 sebanyak 238 perusahaan. Dari jumlah tersebut, yang membagikan dividen kas berbeda antara tahun 1996 dan tahun 1997 ada sebanyak 98 emiten, terdistribusi dalam 8 sektor industri dengan perincian 51 emiten dengan dividen kas turun dan 47 emiten dengan dividen kas naik. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ada sebanyak 30 saham emiten, terdiri dari 15 saham

emiten dengan dividen kas naik dan 15 saham emiten dengan dividen kas turun. Pengambilan sampel dilakukan dengan mempertimbangkan luasnya penyebaran sampel pada masing-masing sektor industri, sedangkan pemilihan sampel pada masing-masing sektor industri dengan mempertimbangkan pada saham-saham yang aktif diperdagangkan menurut frekuensi pemesanannya selama Januari sampai Desember 1997. Hasil seleksi jumlah emiten yang dijadikan sampel terlihat pada Tabel 4.1

Tabel 4.1

HASIL SELEKSI JUMLAH EMITEN YANG DIJADIKAN SAMPEL PENELITIAN

Sektor Usaha Emiten	Jumlah emiten terdaftar per Desember 1997	Jumlah emiten terdaftar per Desember 1995	Jumlah emiten terdaftar tahun 1995 membagikan dividen kas berbeda antara tahun 1996-1997	Jumlah emiten yang dijadikan sampel
Pertanian	5	3	0	0
Pertambangan	6	3	1	1
Industri Dasar & Kimia	47	48	14	4
Aneka Industri	47	42	11	3
Industri Barang Konsumsi	38	31	17	5
Properti dan Real Estate	23	20	9	4
Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	11	8	5	2
Industri Keuangan	58	46	23	5
Perdagangan, Jasa dan Investasi	48	37	18	6
Jumlah emiten	283	238	98	30

Sumber : *Monthly Statistics, Jakarta Stock Exchange; January - December, 1996-1997, Indonesian Capital Market Directory, 1997, Fact Book, 1996-1997*, diolah kembali.

Dari 98 saham emiten yang membagikan dividen kas berbeda antara tahun 1996 dengan tahun 1997, diambil sebanyak 30 saham sebagai sampel dengan perincian 15 saham emiten dengan dividen kas naik dan 15 saham emiten dengan dividen kas turun. Pengambilan sampel dilakukan dengan memperhatikan luasnya penyebaran sampel pada masing-masing sektor industri, sedangkan pemilihan saham sampel pada masing-masing sektor industri dengan mempertimbangkan pada saham-saham yang aktif diperdagangkan

(likuid) menurut frekuensi pemesanannya selama Januari sampai Desember 1997. Hasil seleksi saham emiten yang terpilih sebagai sampel, terlihat pada Tabel 4.2

Tabel 4.2

SAHAM EMITEN YANG TERPILIH MENJADI SAMPEL PENELITIAN

No.	Sektor	Nama Emiten/ Kode	Dividen kas Tahun 1996	Dividen kas Tahun 1997
1.	Pertambangan	Tambang Timah/ TINS	Rp 66,-	Rp 93,-
2.	Industri Dasar & Kimia	Asahimas Flat Glass/AMFG	Rp 25,-	Rp 20,-
		Barito Pasific Timber/BRPT	Rp 50,-	Rp 55,-
		Indocement Tunggal Perkasa/INTP	Rp 160,-	Rp 70,-
		Semen Gresik / SMGR	Rp 110,-	Rp 148,-
3.	Aneka Industri	Apac Centertex /MYTX	Rp 3,-	Rp 5,-
		Astra International Indonesia/ASII	Rp 90,-	Rp 120,-
		Gajah Tunggal/GJTL	Rp 100,-	Rp 60,-
4.	Industri Barang Konsumsi	Hanjaya Mandala Sampoerna/HMSP	Rp 275,-	Rp 150,-
		Gudang Garam/GGRM	Rp 75,-	Rp 150,-
		Indofood Sukses Makmur/ INDF	Rp 80,-	Rp 47,-
		Kalbe Farma/KLBF	Rp 115,-	Rp 75,-
		Mayora Indah/ MYOR	Rp 25,-	Rp 28,-
5.	Properti & Real Estate	Duta Anggada Realty/ DART	Rp 40,-	Rp 45,-
		Mulialand/MLND	Rp 60,-	Rp 100,-
		Dharmala Intiand/ DILD	Rp 115,-	Rp 100,-
		Duta Pertiwi Realty/ DUTI	Rp 98,-	Rp 70,-
6.	Infrastruktur, Utilitas, Transp.	INDOSAT/ ISAT	Rp 133,-	Rp 173,-
		Telekomunikasi Indonesia/ TLKM	Rp 24,-	Rp 41,-
7.	Industri Keuangan	Bank Bira/BIRA	Rp 125,-	Rp 95,-
		Bank Duta/BDTA	Rp 125,-	Rp 130,-
		Lippo Bank/LPBN	Rp 60,-	Rp 33,-
		Lippo Life Insurance/LPLI	Rp 35,-	Rp 40,-
		Lippo Securitics/ LPPS	Rp 100,-	Rp 25,-
8.	Perdagangan, Jasa & Investasi	Bimantara Citra/ BMTR	Rp 15,-	Rp 20,-
		Bakire & Brather/BNBR	Rp 100,-	Rp 35,-
		Matahari Putra Prima/ MPPA	Rp 50,-	Rp 15,-
		Mulia Industrindo/MLIA	Rp 42,-	Rp 25,-
		Putra Sejahtera Pioneerindo/PTSP	Rp 25,-	Rp 27,-
		Sona Topas Tourism Industry/SONA	Rp 100,-	Rp 50,-

Sumber : *Monthly Statistics, Jakarta Stock Exchange; January - December, 1996-1997, Indonesian Capital Market Directory, 1997, Fact Book, 1996-1997, diolah kembali.*

4.5 Prosedur Pengumpulan Data

Data harga saham harian masing-masing saham sampel, indeks harga saham gabungan harian, volume transaksi dan nilai transaksi serta data lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan harian (*Diary Statistics, Jakarta Stock Exchange, 1996-1997*), laporan bulanan (*monthly statistics, Jakarta Stock Exchange 1996-1997*) maupun laporan tahunan (*Indonesian Capital Market Directory 1996-1997*) yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta. Laporan tersebut diperoleh melalui PIPM BEJ serta PRPM BEJ. Di samping itu, untuk melengkapi informasi yang dibutuhkan dalam penelitian ini, data akan dilengkapi dengan informasi pasar modal yang diterbitkan oleh BEJ yaitu *Fact Book 1996-1997 Bursa Efek Jakarta, Jakarta Stock Exchange News* serta *Jurnal Pasar Modal Indonesia* serta Laporan Tahunan Bapepam 1996 - 1998.

4.6 Teknik Analisis

Dari data yang terkumpul, dilakukan analisis uji statistik terhadap masing-masing hipotesis dengan model sebagai berikut:

- (1) Untuk menguji hipotesis pertama, apakah peristiwa pengumuman dividen menimbulkan *abnormal return* saham secara signifikan, digunakan model uji beda rata-rata dengan nilai yang dihipotesiskan.

Adapun langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

- (i) Memisahkan antara kelompok saham dividen naik dengan kelompok saham dividen turun.

(ii) Mengidentifikasi tanggal pengumuman dividen tahun 1997 masing-masing saham sampel.

(iii) Menghitung *actual return* masing-masing saham sampel mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), baik untuk kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun, dengan rumus;

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

(iv) Menghitung besarnya *expected return* masing-masing saham sampel mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), berdasarkan nilai estimasi jika tidak terjadi peristiwa pengumuman dividen. *Expected return* akan dihitung baik untuk kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun. Untuk mengestimasi besarnya *return* masing-masing saham sampel, digunakan *Single Index Market Model* berdasarkan data historis, *individual return* maupun *market return* saham selama 100 hari sebelum tanggal pengumuman dividen, dengan rumus;

$$ER_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}$$

(v) Menghitung besarnya *abnormal return* untuk masing-masing saham sampel mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), baik untuk kelompok dividen naik maupun dividen turun, dengan rumus $AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$

(vi) Menghitung rata-rata *abnormal return* saham mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen

(t₅), baik untuk kelompok saham dividen naik dan kelompok saham dividen turun, dengan rumus;

$$AAR_t = 1/N \times \sum AR_{it}, N = \text{jumlah sampel yang diteliti.}$$

(vii) Menformulasikan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) untuk kelompok saham dividen naik dan kelompok saham dividen turun.

Untuk saham kelompok dividen naik : $H_0 : AAR_t \leq 0$; $H_a : AAR_t > 0$

Untuk saham kelompok dividen turun : $H_0 : AAR_t \geq 0$; $H_a : AAR_t < 0$

(viii) Mencari t hitung sebagai berikut :

$$t = \frac{(x_t - \mu)}{(S_{xt}/\sqrt{n})} \quad \text{di mana:}$$

$$x_t = AAR_t ; \mu = 0 ; S_{xt} = \sum (AR_{it} - AAR_t)^2 ; n = \text{jumlah sampel yang diteliti.}$$

(ix) Mencari t tabel dengan *level of significan* sebesar 0,05, d.f. = n-1, uji satu sisi.

(x) Membandingkan t tabel dengan t hitung, kemudian menarik kesimpulan dengan kriteria sebagai berikut :

Untuk dividen naik,

H_0 diterima, jika t hitung \leq t tabel dan H_0 ditolak, jika t hitung $>$ t tabel

Untuk dividen turun,

H_0 diterima, jika t hitung \geq t tabel dan H_0 ditolak, jika t hitung $<$ t tabel

(2) Untuk menguji hipotesis kedua, apakah informasi dividen naik menimbulkan *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen

turun, digunakan model uji beda di antara rata-rata dua kelompok (*different between two group means*).

Adapun langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

- (i) Memisahkan antara kelompok saham dividen naik dengan kelompok saham dividen turun.
- (ii) Mengidentifikasi tanggal pengumuman dividen tahun 1997 masing-masing saham sampel.
- (iii) Menghitung *actual return* masing-masing saham sampel mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), baik untuk kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun, dengan rumus ;

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

- (iv) Menghitung besarnya *expected return* masing-masing saham sampel mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), berdasarkan nilai estimasi jika tidak terjadi peristiwa pengumuman dividen. *Expected return* akan dihitung baik untuk kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun. Untuk mengestimasi besarnya *return* masing-masing saham, digunakan *Single Index Market Model* berdasarkan data historis, *individual return* maupun *market return* saham selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, yaitu

$$ER_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}$$

(v) Menghitung besarnya *abnormal return* untuk masing-masing saham sampel mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), baik untuk kelompok dividen naik maupun dividen turun, dengan rumus $AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$

(vi) Menghitung rata-rata *abnormal return* saham secara keseluruhan mulai dari; pada saat pengumuman dividen (t_{+0}) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (t_{+5}), baik untuk kelompok saham dividen naik dan kelompok saham dividen turun.

$AAR_{tdn} = 1/N \times \sum AR_{it}$, N = jumlah sampel yang diteliti untuk kelompok dividen naik

$AAR_{tdt} = 1/N \times \sum AR_{it}$, N = jumlah sampel yang diteliti untuk kelompok dividen turun

(vii) Menformulasikan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a)

$$H_0 : AAR_{tdn} - AAR_{tdt} \leq 0 \quad ; \quad H_a : AAR_{tdn} - AAR_{tdt} > 0$$

(viii) Mencari t hitung sebagai berikut :

$$t = \frac{(x_1 - x_2)}{(\sigma^2_1/n_1) + (\sigma^2_2/n_2)} \quad \text{di mana:}$$

$x_1 = AAR_{tdn}$; $x_2 = AAR_{tdt}$; $\sigma^2_1 =$ standar diviasi AAR_{tdn} ; $\sigma^2_2 =$ standar diviasi AAR_{tdt} ; $n_1 =$ jumlah sampel kelompok dividen naik; $n_2 =$ jumlah sampel kelompok dividen turun.

(ix) Mencari t tabel dengan level of signifikan sebesar 0,05, d.f. = $n_1 + n_2 - 2$, uji satu sisi.

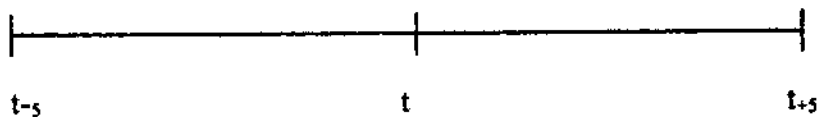
(x) Membandingkan t tabel dengan t hitung, kemudian menarik kesimpulan dengan kriteria sebagai berikut :

H_0 diterima, jika t hitung $\leq t$ tabel dan H_0 ditolak, jika t hitung $> t$ tabel

(3) Untuk menguji hipotesis ketiga, apakah ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah adanya peristiwa peristiwa pengumuman dividen, digunakan model uji beda di antara rata-rata dua kelompok (*different between two group means*).

Adapun langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

- (i) Memisahkan antara kelompok saham dividen naik dengan kelompok saham dividen turun.
- (ii) Mengidentifikasi tanggal pengumuman dividen tahun 1997 masing-masing saham sampel.
- (iii) Menentukan *event window*, yaitu 5 hari sebelum ($t-1$ sampai dengan $t-5$) dan 5 hari sesudah ($t+1$ sampai dengan $t+5$) tanggal peristiwa pengumuman dividen.



- (iv) Menghitung *actual return* masing-masing saham sampel, sebelum ($t-1$ sampai dengan $t-5$) maupun sesudah ($t+1$ sampai dengan $t+5$) tanggal peristiwa pengumuman dividen, baik untuk kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun, dengan rumus;

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

- (v) Menghitung *expected return* masing-masing saham sampel, sebelum ($t-1$ sampai dengan $t-5$) maupun sesudah ($t+1$ sampai dengan $t+5$) tanggal peristiwa pengumuman dividen, berdasarkan nilai estimasi jika tidak terjadi peristiwa. *Return* yang diestimasi akan dihitung baik untuk kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun. Untuk mengestimasi besarnya *return* masing-masing saham sampel tersebut, digunakan *Single Index Market Model* berdasarkan data historis, *individual return* maupun *market return* saham selama 100 hari sebelum tanggal pengumuman dividen, yaitu

$$ER_{it} = a_i + \beta_i R_m$$

- (vi) Menghitung besarnya *abnormal return* untuk masing-masing saham sampel, sebelum ($t-1$ sampai dengan $t-5$) maupun sesudah ($t+1$ sampai dengan $t+5$) tanggal peristiwa pengumuman dividen, baik untuk kelompok dividen naik maupun dividen turun, dengan rumus;

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

- (vii) Menghitung rata-rata *abnormal return* saham secara keseluruhan, baik untuk kelompok *abnormal return* saham sebelum pengumuman dividen ($t-1$ sampai dengan $t-5$) maupun kelompok *abnormal return* saham setelah pengumuman dividen ($t+1$ sampai dengan $t+5$). Rata-rata *abnormal return* saham akan dihitung baik untuk kelompok saham dividen naik dan kelompok saham dividen turun, dengan rumus ;

$$AAR_{\text{before } t} = 1/N \times \sum AR_t, \quad N = \text{jumlah sampel diteliti sebelum peristiwa pengumuman dividen.}$$

$AAR_{after t} = 1/N \times \sum AR_t$, N = jumlah sampel diteliti setelah peristiwa pengumuman dividen.

(viii) Menformulasikan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) untuk kelompok saham dividen naik dan kelompok saham dividen turun.

Untuk saham kelompok dividen naik :

$$H_0 : AAR_{after t} - AAR_{before t} = 0 ; H_a : AAR_{after t} - AAR_{before t} \neq 0$$

Untuk saham kelompok dividen turun :

$$H_0 : AAR_{after t} - AAR_{before t} = 0 ; H_a : AAR_{after t} - AAR_{before t} \neq 0$$

(ix) Mencari t hitung sebagai berikut :

$$t = \frac{(x_1 - x_2)}{(\sigma_1^2/n_1) + (\sigma_2^2/n_2)} \quad \text{di mana:}$$

$x_1 = AAR_{after t}$; $x_2 = AAR_{before t}$; $\sigma_1^2 =$ standar diviasi rata-rata sesudah peristiwa pengumuman dividen; $\sigma_2^2 =$ standar diviasi rata-rata sebelum peristiwa pengumuman dividen; $n_1 =$ jumlah sampel sesudah peristiwa pengumuman dividen; $n_2 =$ jumlah sampel sebelum peristiwa pengumuman dividen.

(x) Mencari t tabel dengan level of signifikan sebesar 0,05, d.f. = $n_1 + n_2 - 2$, uji dua sisi.

(xi) Membandingkan t tabel dengan t hitung, kemudian menarik kesimpulan dengan kriteria sebagai berikut :

Untuk dividen naik,

H_0 diterima, jika t hitung $\leq t$ tabel dan H_0 ditolak, jika t hitung $> t$ tabel

Untuk dividen turun,

H_0 diterima, jika t hitung $\leq t$ tabel dan H_0 ditolak, jika t hitung $> t$ tabel

Perhitungan ini hanya mampu menjawab ada tidaknya perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham dengan adanya peristiwa pengumuman dividen, sedangkan untuk menjawab mengapa terjadi ada-tidaknya perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham dengan adanya peristiwa pengumuman dividen, perlu dianalisis secara kualitatif didukung dengan data lain yang relevan dengan pokok bahasan. Untuk memperoleh hasil perhitungan yang dapat dipertanggung-jawabkan, maka pengolahan data penelitian ini digunakan bantuan komputer Program Microstat.

BAB V

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

5.1 Gambaran Umum Kinerja Bursa Efek Jakarta

Pasang surutnya aktivitas BEJ baik penghimpunan dana maupun aktivitas perdagangan sekuritas tidak lepas dari kondisi perekonomian yang ada, namun demikian kinerja finansial emiten juga ikut memberikan sumbangan dalam mempengaruhi aktivitas bursa, jika pasar modal dalam keadaan efisien. Dikeluarkannya sebagai peraturan dan kebijakan pemerintah di bidang pasar modal merupakan suatu upaya agar tercapai pasar modal yang efisien, yaitu suatu pasar di mana aktivitas perdagangan sekuritas betul-betul mencerminkan kinerja emiten. Berkenaan dengan hal tersebut, dalam sub bab ini akan dijelaskan mengenai sejarah perkembangan bursa dengan berbagai paket kebijakannya yang ditujukan untuk meningkatkan kinerja bursa sehingga tercipta aktivitas bursa yang efisien. Di samping itu juga dijelaskan bagaimana kinerja finansial emiten dinilai oleh pasar.

5.1.1 Sejarah Perkembangan Bursa Efek Jakarta

Pasar modal di Indonesia sebenarnya telah dikenal sejak zaman pemerintahan kolonial Belanda, tepatnya pada tanggal 14 Desember 1912 di Batavia (Jakarta). Pada saat itu didirikan *Vereniging Voor de Effecten Handel* yang beranggotakan 13 makelar (PT Danareksa;1986). Tujuan pendirian bursa efek di Batavia ini adalah untuk menampung efek-efek yang dimiliki oleh orang Belanda yang sering diperjual-belikan di bursa Amsterdam. Jadi kehadiran bursa efek di Indonesia pada zaman kolonial lebih merupakan pelengkap dari bursa Amsterdam. Melihat perkembangan pasar modal di

Batavia ini, pemerintah kolonial Belanda terdorong untuk membuka bursa efek di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925. Namun, pada tahun 1939, setelah Jerman memulai Perang Dunia II di Eropa, Belanda merasakan gentingnya situasi di Pasifik, segera menutup Bursa Semarang dan Surabaya. Tindakan serupa juga dilakukan terhadap Bursa Jakarta pada tanggal 10 Mei 1940. Dengan demikian bursa Jakarta pada periode I hanya berumur 28 tahun.

Setelah Indonesia merdeka, pemerintah RI berusaha untuk mengaktifkan kembali bursa efek Indonesia. Tanggal 3 Juni 1952 Bursa Efek Jakarta (BEJ) dibuka kembali dan pengelolaannya diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE) di bawah pengawasan Bank Indonesia. Dasar hukum pembukaan BEJ adalah Undang-undang No.15 tahun 1952 tentang Bursa dan Keputusan Menteri Keuangan No.289737/UU tanggal 1 Nopember 1951. Tujuan pembukaan BEJ adalah untuk menampung efek-efek yang dijual ke luar negeri, terutama ke negeri Belanda. Selain itu, pembukaan bursa juga bertujuan untuk menampung perdagangan obligasi yang diterbitkan pemerintah pada tahun 1950. Namun pengaktifan kembali BEJ (periode II) ini hanya berlangsung sampai tahun 1958, karena bursa mengalami kelesuan sebagai akibat politik konfrontasi yang dilancarkan oleh Pemerintah RI terhadap kolonial Belanda dan disusul dengan nasionalisasi perusahaan Belanda di Indonesia. Di samping itu, juga disebabkan tingginya tingkat inflasi hingga mencapai tiga digit, menyebabkan iklim pasar modal semakin suram (Yuliati,1996).

Selanjutnya, pada zaman Orde Baru, Pemerintah mengambil langkah-langkah perbaikan dengan menekan laju inflasi dan memperbaiki perekonomian nasional. Keadaan ini memulihkan kepercayaan masyarakat terhadap mata uang rupiah. Selain

itu, Pemerintah mengambil langkah awal untuk mengaktifkan kembali BEJ dengan membentuk Tim Persiapan Pasar Uang dan Modal yang diketuai oleh Gubernur Bank Sentral. Tujuan pembentukan tim ini adalah menghidupkan serta mengfungsikan PPUE (Danareksa,1986). Pada tanggal 28 Desember 1976, pemerintah mengesahkan Keppres No.52/1976 tentang pasar modal. Keputusan tersebut antara lain berisi:

- (1) Membentuk Badan Pembina Pasar Modal, Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam) dan PT Danareksa (PP No. 25 tahun 1976)
- (2) Memberikan keringanan perpajakan kepada perusahaan yang akan *go public*, pembeli saham atau bukti penyertaan.
- (3) Menetapkan peraturan permainan di Bursa Efek Indonesia.

Sebagai Badan Usaha Milik Negara, PT Danareksa mengemban tugas sebagai stabilisator dan protektor bagi investor kecil. PT Danareksa akan bertindak sebagai penjamin emisi dan *trustee* bagi investor kecil, melalui penjualan unit *trust* atau *mutual fund* dari saham yang terdaftar di BEJ.

Badan Pembina Pasar Modal yang diketuai oleh Menteri Keuangan beranggotakan beberapa menteri dan Ketua BKPM, bertugas untuk :

- (1) Memberikan pengarahan dan pertimbangan kebijaksanaan kepada Menteri Keuangan dalam bidang pasar modal.
- (2) Memberikan pertimbangan kebijakan kepada Menteri Keuangan dalam melaksanakan wewenangnya terhadap PT. Danareksa.

Sementara itu, Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam) memiliki wewenang sebagai berikut:

- (1) Mengadakan penilaian terhadap perusahaan yang akan menjual sahamnya melalui pasar modal.
- (2) Menyelenggarakan bursa dengan efektif dan efisien.
- (3) Mengikuti secara terus-menerus perkembangan perusahaan yang telah menjual sahamnya melalui pasar modal.

Pasar modal Indonesia benar-benar diaktifkan kembali pada tanggal 10 Agustus 1977 yang ditandai peresmian oleh Presiden Soeharto. Pada saat itu, PT Semen Cibinong merupakan perusahaan pertama yang *go public* dengan nilai emisi perdananya sebesar Rp 2,6 milyar dan sertifikat danareksa perusahaan tersebut mulai dijual kepada masyarakat. Tujuan yang ingin dicapai dengan pengaktifan pasar modal ini adalah : (1) untuk memobilisir dana di luar sistem perbankan, (2) untuk memperluas distribusi kepemilikan saham-saham (terutama kepada para pemodal kecil), (3) untuk memperluas dan memperdalam sektor keuangan. Namun, dalam perkembangannya, pasar modal nasional tidak dapat dilepaskan dari berbagai pengaruh, khususnya intervensi pemerintah melalui PT. Danareksa dan Bapepam. Keadaan ini tentu saja tidak menarik bagi para investor yang menginginkan *capital gain* (dari fluktuasi harga saham).

Pada awal perkembangannya, setelah diaktifkan kembali tanggal 10 Agustus 1977, jika diukur dari jumlah perusahaan yang *go public*, nilai emisi dan jumlah saham yang didaftarkan di BEJ berjalan sangat lamban. Keadaan ini selain disebabkan ketatnya campur tangan pemerintah, juga adanya saingan dari suku bunga deposito. Sebelum Paket Kebijakan Bulan Juni 1983 (Pakjun 1983), tingkat bunga deposito dan kredit dari bank-bank milik pemerintah, ditentukan oleh pemerintah pada tingkat

yang rendah, sehingga perusahaan lebih banyak memanfaatkan kredit dari bank-bank pemerintah (Anoraga,1995). Sampai dengan tahun 1982, jumlah perusahaan yang *go public*, hanya 13 perusahaan dengan nilai emisi secara kumulatif sebesar Rp 104,48 milyar dan jumlah lembar saham yang tercatat di BEJ sebanyak 39,948 juta lembar saham.

Usaha pemerintah untuk mendorong pertumbuhan pasar modal dalam 5 tahun pertama sejak diaktifkannya kembali tahun 1977, yaitu tahun 1982 adalah berupa pemberian insentif dalam bentuk keringanan pajak bagi perusahaan yang bersedia menjual sahamnya di pasar modal. Selain itu, pada tahun 1983 pemerintah memberikan insentif perpajakan melalui Undang-Undang Pajak Penghasilan (UU-PPH), yaitu memberikan stimulasi bagi pertumbuhan industri dana pensiun Indonesia, di mana untuk meningkatkan peran investor domestik (khususnya investor institusi) terhadap pasar modal Indonesia, maka iuran pemberi kerja, iuran karyawan dan hasil investasi dana pensiun sepanjang ditanam di pasar modal, bukan merupakan obyek pajak penghasilan. Adanya insentif ini, jumlah perusahaan yang *go public* meningkat menjadi 23 perusahaan, dengan nilai emisi secara kumulatif sebesar Rp 119,90 milyar dan jumlah saham tercatat sebanyak 48,005 juta lembar (lihat Tabel 5.1).

Setelah berjalan 4 tahun sejak diberlakukannya Undang-Undang Perpajakan tersebut, pemerintah kembali mendorong pengembangan pasar modal berupa pemberian kemudahan yang sifatnya *non-tax*, seperti yang dituangkan dalam serangkaian kebijaksanaan, yaitu : Pakdes 1987, Pakto 1988 dan Pakdes 1988.

Tabel 5.1
**PERKEMBANGAN JUMLAH EMITEN DAN SAHAM YANG TERCATAT
 DI BEJ TAHUN 1977 SAMPAI TAHUN 1997**

Tahun	Jumlah Emiten Tercatat	Jml. Lembar Saham Tercatat (juta lembar)	Nilai Kumulatif Emisi Perdana (milyar rupiah)	Nilai Kapitalisasi (milyar rupiah)	IHSG
1977	1	0,260	2,60	2,73	98,0
1978	1	0,330	3,30	4,05	114,9
1979	4	7,058	21,74	23,93	110,0
1980	6	14,588	39,64	41,04	103,5
1981	8	19,788	48,47	48,60	100,3
1982	13	39,948	104,48	99,26	95,0
1983	23	48,005	119,90	102,66	85,6
1984	24	57,008	128,99	91,06	67,7
1985	24	57,498	128,99	89,33	66,5
1986	24	57,827	129,40	94,23	69,7
1987	24	58,569	129,40	112,08	82,6
1988	24	68,452	173,70	481,56	305,1
1989	63	315,266	2.260,54	4.435,90	399,7
1990	130	1.361,725	8.009,44	12.517,40	417,8
1991	143	3.783,545	8.976,68	16.472,65	247,4
1992	157	6.308,416	11.176,56	24.839,47	274,3
1993	172	9.143,088	13.805,13	69.299,60	588,8
1994	217	11.200	27,100	103.835,24	469,6
1995	238	12.400	36.800	152.246,46	513,8
1996	253	25.300	50.000	215.026,10	637,4
1997	283	51.500	70.800	159.929,86	401,7

SUMBER : LAPORAN TAHUNAN BAPEPAM, TAHUN 1998

Melalui Paket deregulasi 24 Desember 1987, pemerintah menyederhanakan persyaratan emisi saham dan obligasi. Paket ini juga menghapuskan beberapa pungutan yang dilakukan oleh Bapepam, mendorong peranan lembaga-lembaga penunjang pasar modal, mengizinkan investor asing membeli saham sampai dengan batas maksimum 49% dari saham tercatat, memodifikasi persyaratan laba bagi emiten, menerapkan asas keterbukaan (*full disclosure*), serta menghapuskan mekanisme penentuan fluktuasi harga sebesar 4% per hari untuk menggairahkan sikap spekulatif investor dalam

membeli dan menjual saham. Selain itu, emiten juga diberi kemudahan berupa dihilangkannya ketentuan bahwa emiten wajib memperoleh laba untuk dua tahun terakhir dan digantikan dengan ketentuan baru bahwa laba pada tahun terakhir paling tidak 10% dari modal sendiri (*shareholder's equity*).

Pada tanggal 27 Oktober dan 20 Nopember 1988, pemerintah mengeluarkan lagi deregulasi yang ditujukan untuk mendorong pengembangan pasar modal, antara lain; pemerintah mengenakan PPh 15% terhadap penghasilan yang berasal dari deposito, penentuan besarnya *fee* atas jasa pialang dalam transaksi perdagangan diserahkan pada setiap pihak untuk merundingkannya. Kebijakan ini telah mendorong investor untuk melakukan investasi di pasar modal. Dengan adanya kebijakan ini, pasar modal Indonesia menjadi lebih kompetitif dibandingkan perbankan. Akumulasi dari kebijakan-kebijakan sejak tahun 1983 hingga 20 Nopember 1988, telah mendorong jumlah perusahaan yang *go public* meningkat menjadi 130 perusahaan pada akhir tahun 1990 dengan nilai emisi perdana secara kumulatif sebesar Rp 8,009 triliun. Indeks harga saham gabungan (IHSG) mengalami peningkatan yang cukup pesat yaitu dari 85,62 pada akhir tahun 1982 menjadi 417,79 tahun 1990. Seiring dengan meningkatnya IHSG, nilai kapitalisasi pasar saham di BEJ-pun meningkat menjadi Rp 12,517 triliun dengan jumlah lembar saham yang beredar di BEJ 1,362 milyar.

Beberapa hal yang menyebabkan terjadinya peningkatan aktivitas yang luar biasa di BEJ pada tahun 1989 dan tahun 1990, diantaranya ; pertama, Bapepam mulai menerapkan kebijakan baru yang intinya tidak ingin mencampuri pembentukan harga saham di pasar perdana. Kedua, batasan perubahan harga saham sebesar maksimum

4% setiap hari ditiadakan. Harga yang terbentuk diserahkan pada kekuatan permintaan dan penawaran. Ketiga, ada dua kebijaksanaan pemerintah yang mempunyai dampak sangat besar bagi perkembangan pasar modal. Kebijaksanaan tersebut adalah (1) dikenakannya pajak sebesar 15% atas bunga deposito, dan (2) diijinkannya pemodal asing untuk membeli saham yang terdaftar di BEJ sampai batas maksimum 49%. Izin bagi pemodal asing diberikan dengan maksud untuk menambah *supply* dana jangka panjang. Sebagai akibatnya, permintaan akan saham-saham meningkat sangat pesat karena *Price Earning Ratio* (PER) saat itu terlalu rendah, yaitu hanya sekitar 4 kali sedangkan *supply* saham untuk jangka pendek bersifat *inelastic*, maka terjadi kenaikan harga saham. Kenaikan harga saham dan permintaan yang tinggi tersebut menjadi daya tarik bagi perusahaan-perusahaan untuk menenbitkan saham. Apalagi kondisi perekonomian Indonesia pada tahun 1989 dan 1990 cukup baik. *Gross Domestic Products* meningkat berturut-turut dengan 7,4% dan 7,3%, sedangkan tingkat bunga deposito berkisar 15%-17% per tahun (Bank Indonesia, 1991). Optimisme yang cukup kuat bagi para pengusaha, mendorong besarnya kegiatan ekspansi dengan dana yang mereka peroleh melalui pasar modal. Hal inilah yang menyebabkan peningkatan jumlah perusahaan yang *go public* meningkat cukup tajam tahun 1989 dan 1990.

Sampai dengan tahun 1991-1992 jumlah perusahaan yang *go public* serta mencatatkan sahamnya terus meningkat, yaitu pada tahun 1991 jumlahnya menjadi 143 perusahaan dan 157 perusahaan pada tahun 1992. Namun, pengaruh faktor eksternal berupa krisis ekonomi dunia yang terjadi pada tahun itu, telah mengakibatkan turunnya indeks harga saham gabungan (IHSG) di BEJ turun menjadi 247,39 tahun 1991 dan 274,33 tahun 1992. Terjadinya *bearish market* tersebut selain karena krisis ekonomi

internasional, juga proses emisi saham yang dilaksanakan secara longgar, sehingga mengakibatkan naiknya *supply* efek pada tingkat *demand* yang relatif konstan (Bank Indonesia; 1993).

Setelah indeks turun pada tahun 1991 dan 1992, indeks meningkat kembali pada tahun 1993, mencapai 588 pada akhir tahun. Beberapa faktor yang menyebabkan *boom* yang kedua ini adalah, (i) penurunan suku bunga yang sangat tajam, di mana bunga deposito turun hingga *single digit* (8% untuk 1 bulan dan 9% untuk 3 bulan), (ii) pemodal asing mulai masuk ke pasar modal di Asia Pasifik, didorong oleh rendahnya suku bunga di AS. Meningkatnya permintaan investasi saham di BEJ serta menurunnya suku bunga, mengakibatkan indeks harga saham gabungan meningkat sangat pesat pada tahun 1993 (Bank Indonesia; 1994).

Kegairahan pasar modal yang terjadi pada tahun 1993, telah membawa dampak meningkatnya jumlah perusahaan yang *go public* serta mendaftarkan sahamnya di BEJ tahun 1994 sehingga menjadi 217 perusahaan dengan jumlah dana yang dihimpun secara kumulatif mencapai Rp27,1 trilyun. Namun dalam perjalanannya hingga akhir tahun 1994, BEJ menampakkan kelesuannya kembali sebagaimana tercermin dengan turunnya IHSG menjadi 469,6. Kelesuan tersebut berkaitan dengan kenaikan suku bunga di luar negeri yang diikuti oleh peningkatan suku bunga di dalam negeri. Selain itu, kelesuan tersebut juga dipengaruhi oleh membaiknya kondisi pasar modal di negara-negara maju, antara lain bursa saham New York sehubungan dengan prospek perekonomian mereka yang semakin mantap. Di samping itu melemahnya aktivitas pasar modal juga diperburuk oleh berbagai faktor, seperti penurunan kinerja beberapa

emiten, penundaan pelanggaran pembatasan kepemilikan saham investor asing, kredit bermasalah yang dihadapi emiten perbankan (Bank Indonesia,1995).

Merebaknya isu tentang devaluasi Rupiah di awal tahun 1995 telah pula mewarnai turunnya aktivitas perdagangan BEJ pada awal triwulan pertama tahun 1995. Namun gencarnya pemberitahuan bahwa pemerintah tidak akan melakukan devaluasi serta diterapkannya sistem baru dalam perdagangan sekuritas di BEJ melalui *Jakarta Automated Trading* telah mendorong perkembangan BEJ pada tahun tersebut. Di samping itu, diundangkannya UU No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal yang lebih menjamin kepastian hukum kepada semua pelaku pasar modal, ikut pula memberikan sumbangan pada perkembangan bursa tahun ini. Perkembangan ini juga didorong oleh tingginya laju pertumbuhan *Gross Domestic Products* tahun 1995 mencapai 8,2% jauh lebih tinggi dari tahun-tahun sebelumnya. Jumlah emiten yang go publik meningkat menjadi 238 perusahaan dengan jumlah dana yang dihimpun secara kumulatif menjadi Rp 36,8 trilyun. IHSI-pun meningkat menjadi 513,8 dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 152,2 trilyun (Bank Indonesia;1996).

Selama tahun 1996, jumlah emiten yang terdaftar meningkat sebanyak 15 perusahaan, sehingga jumlahnya secara kumulatif menjadi 253 perusahaan. Sedangkan nilai emisi meningkat menjadi Rp 50 trilyun dari semula sebesar Rp 36,8 trilyun. Nilai perdagangan saham meningkat lebih besar dari tahun sebelumnya sehingga mengakibatkan naiknya nilai kapitalisasi pasar pada tahun 1996 menjadi Rp 215 trilyun. Beberapa peristiwa yang ikut mewarnai naik-turunnya IHSI tahun 1996, diantaranya insiden 27 Juli 1996 dan berita tentang kesehatan Presiden telah membawa dampak pada turunnya IHSI dari 623,9 pada penutupan bulan April 96 menjadi 536,0

pada akhir bulan Juli 1996. Namun karena kondisi fundamental ekonomi makro yang relatif stabil, di samping masuknya bank BNI ke dalam pasar modal, telah menyebabkan bergairahnya kembali pasar modal dan menguatnya IHSG hingga mencapai 637,4 dan naiknya kapitalisasi pasar menjadi Rp 215 triliun pada akhir tahun 1996 (Bank Indonesia,1997).

Hingga akhir tahun 1997 jumlah emiten yang terdaftar di BEJ meningkat menjadi 283 perusahaan dengan nilai emisi secara kumulatif sebesar Rp 51,5 triliun. Pada dua bulan pertama tahun 1997, kegiatan bursa terus meningkat seiring dengan baiknya kinerja perusahaan-perusahaan yang telah tercatat di BEJ, demikian pula kurs saham-saham unggulan terus mengalami peningkatan. Bahkan, pada bulan Februari 1997 IHSG menembus angka 700, namun bulan Maret 1997 mengalami koreksi dan ditutup dengan angka 662,2. IHSG kembali meningkat bahkan mencapai titik tertinggi pada tahun tersebut, yaitu pada tanggal 8 Juli 97 menembus angka 740,8. Memasuki bulan Agustus 1997, gejolak nilai tukar mulai mempengaruhi pasar modal dan IHSG mulai mengalami penurunan yang tajam. Meskipun indeks sempat menguat kembali setelah pemerintah melepaskan batasan investor asing di pasar modal, keadaan ini tidak berlangsung lama karena setelah itu nilai tukar rupiah terus mengalami depresiasi yang cukup tajam terhadap dolar sehingga pada akhir tahun 1997 IHSG ditutup pada angka 401,7 dan nilai kapitalisasi pasar turun menjadi Rp 159,9 triliun (Bank Indonesia,1998).

5.1.2 Kinerja BEJ Pasca Deregulasi

Setelah diluncurkannya beberapa paket kebijakan pada tahun 1987-1988, kinerja BEJ menunjukkan peningkatan yang semakin pesat. Volume perdagangan, nilai perdagangan serta frekuensi perdagangan mengalami peningkatan secara terus menerus seiring dengan meningkatnya jumlah emiten dan jumlah lembar saham yang tercatat di BEJ (Tabel 5.2).

Perubahan aktivitas perdagangan yang paling mencolok terjadi pada tahun 1990, di mana rata-rata volume perdagangan harian meningkat menjadi 2,89 juta lembar saham atau hampir 10 kali lipat dari tahun sebelumnya. Demikian pula, rata-rata nilai perdagangan harian meningkat menjadi Rp 30,09 milyar atau hampir 8 kali lipat dari tahun sebelumnya (tahun 1989). Meningkatnya volume perdagangan ini mengindikasikan semakin menariknya hasil (*return*) yang bisa diperoleh melalui perdagangan saham di BEJ, yaitu setelah dipajaknya deposito sebesar 15% dan diberikannya harga saham pada mekanisme pasar. Di samping itu, meningkatnya nilai perdagangan memberikan gambaran bahwa semakin besarnya harapan investor untuk memperoleh hasil (*return*) atas investasi saham di pasar modal. Besarnya permintaan investasi saham yang terjadi pada tahun ini mengakibatkan meningkatnya indeks harga saham gabungan (IHSG) menjadi 417,8.

Hingga tahun 1991-1992, jumlah perusahaan yang go public terus mengalami peningkatan sebagai akibat proses emisi yang longgar. Namun, IHSG mengalami penurunan dari 417,8 tahun 1990 menjadi 247,4 tahun 1991 dan 274,3 tahun 1992. Penurunan IHSG ini terjadi sebagai akibat terjadinya *bearish market* pada tahun tersebut, yaitu selain karena krisis ekonomi internasional, juga proses emisi saham

yang dilaksanakan secara longgar, sehingga mengakibatkan naiknya *supply* efek pada tingkat *demand* yang relatif konstan (Husnan, 1996).

TABEL 5.2
JUMLAH EMITEN TERCATAT, IHSG DAN AKTIVITAS PERDAGANGAN
DI BEJ TAHUN 1989-1997

Tahun Bulan	Jumlah Emiten Tercatat	IHSG	Volume Perdagangan (Juta saham)		Nilai Perdagangan (Miliar rupiah)		Frekuensi Perdagangan (X)	
			Total	Rata-rata Harian	Total	Rata-rata Harian	Total	Rata-rata Harian
1989	63	399,7	95,79	0,39	964,27	3,90	n/a	n/a
1990	130	417,8	702,59	2,89	7.311,29	30,09	n/a	n/a
1991	143	247,4	1.007,92	4,11	5.778,25	23,58	n/a	n/a
1992	157	274,3	1.706,27	6,91	7.953,30	32,20	n/a	n/a
1993	172	588,8	3.844,03	15,63	19.086,24	77,59	251.742	1.023
1994	217	469,6	5.292,58	21,60	25.482,80	104,01	373.867	1.526
1995	238	513,8	10.646,44	43,28	32.357,50	131,53	609.469	2.478
1996	253	637,4	29.527,73	118,59	75.729,89	304,14	1.758.608	7.063
1997	283	401,7	76.599,18	312,65	120.385,17	491,37	2.972.486	12.133
Jan	257	691,1	5.087,79	231,26	10.292,02	467,82	263.515	11.978
Feb	257	705,4	3.610,39	212,38	8.834,80	519,69	201.493	11.853
Mar	259	662,2	3.792,22	119,59	9.063,93	477,05	207.511	10.922
Apr	260	652,1	4.115,69	205,78	8.621,94	431,10	201.136	10.057
Mei	261	696,0	5.029,99	251,50	9.885,04	494,25	236.672	11.834
Juni	265	724,6	6.055,60	288,36	12.088,10	575,62	267.904	12.757
Juli	273	721,3	6.979,87	317,27	13.110,96	595,95	282.385	12.836
Agst	276	494,0	7.656,46	364,59	11.549,63	549,98	282.758	13.465
Sept	276	546,7	8.294,85	377,04	10.200,25	463,65	315.204	14.327
Okt	277	500,4	8.905,18	404,78	10.171,02	462,32	286.490	13.022
Nop	279	401,7	6.833,33	359,65	7.255,95	381,89	197.587	10.399
Des	283	401,7	10.237,82	511,89	9.311,53	465,58	229.831	11.492

SUMBER : *FACT BOOK, 1997 dan JSX MONTHLY STATISTICS, JANUARY-DECEMBER, 1997*

Tahun 1994 sampai dengan tahun 1996 jumlah perusahaan yang *go public*, IHSG, volume transaksi dan nilai transaksi terus mengalami peningkatan hingga

pertengahan tahun 1997. Bahkan pada tanggal 8 Juli 1997 IHSG mencapai puncaknya yaitu sebesar 740,8. Memasuki minggu ke-2 bulan Juli 1997, aktivitas perdagangan saham dan IHSG mulai dipengaruhi oleh isu-isu depresiasi mata uang yang terjadi di Thailand dan Filipina. Setelah mata uang kedua negara tersebut mengalami devaluasi, mata uang Malaysia dan Indonesia mulai menunjukkan tanda-tanda depresiasi yang cukup besar terhadap mata uang dollar Amerika. Melemahnya kurs rupiah terhadap dollar Amerika, mulai memuncak pada tanggal 21 Juli 1997, mempengaruhi sentimen investor di Bursa Efek Jakarta sehingga IHSG turun 11,6 poin atau 1,6% dalam satu hari perdagangan tersebut, tetapi volume perdagangan saham naik 15,26%. (Jurnal Pasar Modal; Juli 1997).

TABEL 5.3
PERTUMBUHAN PDB, KURS RUPIAH DAN BUNGA DEPOSITO
DI INDONESIA TAHUN 1989-1997

Tahun	Pertumbuhan PDB	Kurs Tengah \$/Rp	Suku Bunga Deposito 1 bulan Bank Pemerintah	Suku Bunga Deposito 3 bulan Bank pemerintah
1989	7,5		15,13	16,20
1990	7,2		21,50	21,50
1991	7,0		19,50	20,50
1992	6,5		14,00	14,,50
1993	6,5		8,00	9,00
1994	7,5	2.200,00	10,88	11,00
1995	8,2	2.224,00	14,50	14,50
1996	8,0	2.340,00	13,75	13,75
1997	4,6			
Januari		2.376,50	13,75	13,75
Pebruari		2.397,50	13,75	13,75
Maret		2.401,00	13,75	13,75
April		2.430,00	13,25	13,50
Mei		2.432,50	13,25	13,50
Juni		2.431,50	13,25	13,50
Juli		2.615,00	13,25	13,50
Agustus		2.950,00	16,50	20,75
September		3.270,00	18,00	17,25
Oktober		3.605,00	23,00	21,00
Nopember		3.647,50	19,00	17,00
Desember		5.495,00	19,00	17,00

SUMBER : JURNAL PASAR MODAL INDONESIA, 1997, 1998

Pada bulan Agustus 1997, IHSG turun sangat tajam, yaitu mencapai 227,3 poin atau 31,51% dari bulan sebelumnya. Penurunan ini seiring dengan penurunan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika dari Rp 2.615,- menjadi Rp 2.950,-. Bersamaan dengan itu, terjadi pula kenaikan suku bunga deposito pemerintah dari pada bulan tersebut dari 13,50% menjadi 20,75%. Keadaan ini memicu tingginya frekuensi perdagangan pada bulan tersebut sehingga meningkat menjadi 13.465 kali, yang lebih mengarah pada tekanan jual. Meskipun volume perdagangan meningkat sebesar 14,91% namun nilai perdagangan menurun 7,71% sebagai akibat turunnya IHSG pada bulan tersebut. (Tabel 5.2 dan 5.3).

Pada bulan September 1997, IHSG sempat meningkat kembali menjadi 14.327 kali. Demikian pula rata-rata volume perdagangan saham harian mengalami peningkatan, bahkan mencapai titik tertinggi selama tahun 1997, yaitu mencapai Rp 463,65 miliar. Peningkatan ini seiring dengan dilepaskannya batasan perdagangan saham bagi investor asing kecuali sektor perbankan. Namun pada bulan berikutnya nilai perdagangan saham terus mengalami penurunan seiring dengan menurunnya IHSG, meskipun frekuensi dan volume perdagangan mengalami peningkatan dan IHSG akhir tahun 1997 ditutup pada tingkat 401,7 point.

5.1.3 Kinerja Finansial Emiten Secara Sektoral

Bagi emiten, dengan *go public* memberikan banyak manfaat diantaranya emiten dapat memenuhi kebutuhan dana untuk ekspansi dengan biaya modal yang lebih murah. Terlebih bagi emiten yang dihadapkan pada *debt equity* yang tinggi, dengan *go public* memungkinkan perusahaan memperbaiki struktur modalnya secara optimal,

yaitu suatu struktur modal yang dapat memaksimumkan kekayaan pemegang saham dengan biaya modal yang paling optimal.

Dengan sumber dana yang diperoleh melalui pasar modal, emiten mempunyai tanggung-jawab untuk mengoperasikannya dalam kegiatan yang produktif secara efisien, sehingga dapat meningkatkan kemakmuran/kekayaan pemegang saham yang secara umum dapat diukur dengan meningkatnya harga saham perusahaan sekaligus meningkatnya harga per nilai buku perusahaan (*Price per Book Value; PBV*).

Meningkatnya jumlah keuntungan bersih (*Earning After Tax; EAT*) yang diperoleh suatu perusahaan berarti meningkatnya pendapatan per lembar saham (*Earning Per Share; EPS*). Peningkatan *earning after tax* ini akan meningkatkan nilai buku perusahaan (*Book Value; BV*). Namun, peningkatan *book value* tidaklah mempunyai arti bagi pemegang saham jika tidak diikuti dengan naiknya *price per book value*. Dengan demikian, peningkatan *earning per share* yang diikuti dengan peningkatan *price per book value* mempunyai arti bahwa pasar melakukan penilaian secara benar atas kinerja emiten, yaitu meningkatnya *earning after tax* ataupun *earning per share* dinilai secara positif oleh pasar dengan meningkatnya harga saham emiten yang bersangkutan, sehingga pemegang saham dapat menikmati keberhasilan perusahaan dalam bentuk naiknya harga saham ataupun naiknya nilai perusahaan (*PBV*).

Apabila dilihat dari rata-rata *eraning per share*-nya secara sektoral, pada tahun 1995, tertinggi ada pada sektor industri barang konsumsi yaitu sebesar Rp 718,-. Kenyataan ini menunjukkan bahwa sektor industri barang konsumsi secara rata-rata mampu memberikan jumlah keuntungan tertinggi (secara absolut) kepada para

pemegang sahamnya dibandingkan dengan sektor-sektor lainnya. Kemudian disusul sektor pertambangan sebesar Rp 479,- Sektor keuangan menempati urutan keempat, yaitu sebesar Rp 236,- setelah sektor pertanian sebesar Rp 385,- dan paling rendah sektor aneka industri, yaitu sebesar Rp 112,- (Tabel 5.4)

TABEL 5.4
KINERJA FINANSIAL EMITEN
DILIHAT DARI EARNING PER SHARE SECARA SEKTORAL
DI BEJ PER DESEMBER 1995 - 1997

Sektor Industri	Earning Per Share (EPS)		
	Des 95	Des 96	Des 97
1. Pertanian	385	203	-7
2. Pertambangan	479	293	104
3. Indust Dasar & Kimia	209	181	-129
4. Aneka Industri	112	74	-270
5. Indust Brg Konsumsi	718	612	387
6. Properti, Real Estate	212	136	-18
7. Infrastruktur & Transp	176	253	314
8. Industri Keuangan	236	240	45
9. Perdagangan & Invest.	146	168	-17

SUMBER : *FACT BOOK, 1996, 1997, 1998*

Dibandingkan dengan tahun 1995, rata-rata earning per share 9 sektor yang ada tahun 1996, hampir semua mengalami penurunan, kecuali sektor industri infrastruktur, keuangan dan perdagangan. Keadaan ini menunjukkan bahwa pada tahun 1996, sebagian besar emiten mengalami penurunan jumlah keuntungan bersih yang diperoleh dibandingkan tahun 1995, kecuali industri infrastruktur naik sebesar 43,75% dari tahun sebelumnya, yaitu semula Rp 176,- menjadi Rp 253,-, sektor keuangan naik

1,69% yaitu dari Rp 236,- menjadi Rp 240,- dan sektor perdagangan naik 15,07% dari Rp 146,- menjadi Rp 168,-

Meskipun sektor industri barang konsumsi mengalami penurunan *earning per share* pada tahun 1996 dibandingkan tahun 1995, sektor ini masih tetap menempati urutan pertama tahun 1996, yaitu sebesar Rp 612,- Urutan ke dua, sektor pertambangan sebesar Rp 293,- dan ketiga sektor keuangan sebesar Rp 240,-. Sektor yang paling rendah memperoleh *earning per share* tetap sektor aneka industri, yaitu sebesar Rp 74,-

Pada tahun 1997, hampir semua sektor dari 9 sektor yang ada, rata-rata *earning per share* (EPS)-nya mengalami penurunan dibandingkan tahun 1996, kecuali 1 sektor yaitu sektor infrastruktur. Bahkan dari seluruh sektor yang ada, hanya 4 sektor yang rata-rata EPS-nya positif, artinya hanya terdapat 4 perusahaan yang dapat memperoleh jumlah keuntungan bersih pada tahun tersebut, yaitu sektor pertambangan, industri barang konsumsi, industri infrastruktur dan industri keuangan, sedangkan lainnya 5 sektor EPS-nya negatif atau rata-rata 5 sektor mengalami kerugian. Penurunan keuntungan bersih ataupun kerugian yang terjadi hampir pada sebagian besar emiten pada tahun 1997 ini adalah seiring dengan munculnya krisis moneter yang terjadi pada tahun 1997.

Selanjutnya untuk mengetahui, bagaimana kinerja finansial emiten secara sektoral dinilai oleh pasar, dapat dilihat dari harga sahamnya. Oleh karena harga saham rata-rata secara sektoral tidak ditemui, maka pendekatan yang bisa digunakan adalah indeks harga saham gabungan (IHSG) sektoralnya. Apabila dilihat IHSG-nya secara sektoral, ternyata pada tahun 1996, seluruh sektor mengalami kenaikan dibandingkan

tahun 1995. Keadaan ini berlawanan dengan jumlah keuntungan yang diperoleh perusahaan yang dilihat dari EPS-nya, di mana hampir seluruh sektor mengalami penurunan, kecuali sektor infrastruktur, keuangan dan perdagangan. Meskipun pada tahun 1996, terdapat 3 sektor yang mengalami kenaikan EPS sekaligus IHSG-nya, namun 6 sektor yang mengalami penurunan EPS, IHSG-nya bukan turun, melainkan malah naik. Melihat kenyataan ini dapat diduga bahwa pada tahun 1996, pasar kurang memperhatikan kinerja finansial emiten di dalam menilai harga saham.

Pada tahun 1997, seluruh sektor rata-rata mengalami penurunan jumlah keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan yang tercermin dari penurunan EPS-nya, kecuali sektor infrastuktur. Bahkan pada tahun 1977, 5 sektor yang ada, secara rata-rata mengalami kerugian atau EPS-nya negatif. Dilihat dari IHSG sektoralnya, 7 sektor mengalami penurunan dan hanya 2 sektor yang mengalami kenaikan yaitu sektor pertanian dan pertambangan. Namun demikian, dari 7 sektor yang mengalami penurunan IHSG, 1 sektor diantaranya EPS-nya bukan turun melainkan malah naik, yaitu sektor infrastruktur. Demikian pula 2 sektor yang mengalami kenaikan IHSG, yaitu sektor pertanian dan pertambangan, EPS-nya tidak naik melainkan malah turun. Kenyataan ini memperkuat dugaan bahwa pasar tidak secara konsisten memperhatikan kinerja emiten dalam menilai harga saham. Meskipun 6 sektor arah pergerakan IHSG seiring dengan EPS, namun 3 sektor sisanya yaitu sektor pertanian, pertambangan dan infrastruktur pergerakannya tidak searah. Gambaran selengkapnya perubahan EPS dan IHSG sektoral dapat lihat pada Tabel 5.5.

TABEL 5.5
KINERJA FINANSIAL EMITEN DILIHAT DARI EPS DAN IHSG
SECARA SEKTORAL DI BEJ PER DESEMBER 1995 - 1997

Sektor Industri	EPS			IHSG		
	Des 95	Des 96	Des 97	Des 95	Des 96	Des 97
1. Pertanian	385	203	-7	100,00	329,15	397,16
2. Pertambangan	479	293	104	100,26	149,96	173,92
3. Indust Dasar & Kimia	209	181	-129	99,19	103,41	60,40
4. Aneka Industri	112	74	-270	99,25	111,25	95,01
5. Indust Brg Konsumsi	718	612	387	99,60	119,79	68,67
6. Properti, Real Estate	212	136	-18	99,55	143,67	72,00
7. Infrastruktur & Transp	176	253	314	99,56	124,87	102,24
8. Industri Keuangan	236	240	45	99,63	157,56	64,57
9. Perdagangan & Invest.	146	168	-17	103,47	120,59	69,98

SUMBER : *FACT BOOK, 1996, 1997, 1998*

Apabila diperbandingkan antara EPS dengan PBV-nya, dalam tahun 1995-1996, ternyata dari 6 sektor industri yang mengalami penurunan jumlah keuntungan bersih yang diperoleh setiap pemegang saham, 4 sektor PBV-nya bukan turun, melainkan malah mengalami peningkatan dan hanya 2 sektor yang PBV-nya menurun yaitu aneka industri dan industri barang konsumsi. Disamping itu, dari 3 sektor industri yang EPS-nya naik, ternyata terdapat 1 sektor yang PBV malah turun, meskipun 2 diantaranya PBV-nya naik (lihat Tabel 5.6).

Dalam tahun 1996-1997, dari 8 sektor yang mengalami penurunan EPS, 5 sektor mengalami penurunan pula PBV-nya, sedangkan 3 sektor sisanya PBV malah mengalami kenaikan. Satu-satunya sektor yang EPS naik pada tahun 1997

dibandingkan tahun 1996 adalah sektor infrastruktur, namun PBV-nya malah mengalami penurunan.

TABEL 5.6
KINERJA FINANSIAL EMITEN DILIHAT DARI EPS DAN PBV
SECARA SEKTORAL DI BEJ PER DESEMBER 1995 - 1997

Sektor Industri	EPS			PBV		
	Des 95	Des 96	Des 97	Des 95	Des 96	Des 97
1. Pertanian	385	203	-7	0,81	1,98	1,96
2. Pertambangan	479	293	104	1,56	1,93	1,29
3. Indust Dasar & Kimia	209	181	-129	1,29	1,71	1,58
4. Aneka Industri	112	74	-270	1,22	1,18	16,67
5. Indust Brg Konsumsi	718	612	387	2,50	2,15	2,22
6. Properti, Real Estate	212	136	-18	0,94	1,51	0,42
7. Infrastruktur & Transp	176	253	314	1,99	2,17	1,65
8. Industri Keuangan	236	240	45	1,20	1,21	0,82
9. Perdagangan & Invest.	146	168	-17	1,41	1,83	46,39

SUMBER : *FACT BOOK, 1996, 1997, 1998*

Dengan melihat kenyataan ini, mengindikasikan bahwa hampir semua sektor industri, kinerjanya tidak dinilai secara konsisten oleh pasar. Artinya pasar tidak hanya memperhatikan kinerja emiten dalam menentukan harga saham. Kesimpulan yang dapat ditarik dari uraian ini adalah suatu dugaan bahwa para investor tidak hanya mempergunakan *fundamental analysis* sebagai alat pengambilan keputusan investasi yang dapat dipercaya, walaupun perlu ditunjang dengan data yang lain.

Dalam keadaan, di mana pasar tidak menilai secara konsisten terhadap kinerja emiten --sebagaimana terlihat, turunnya EPS yang tidak diikuti turunnya IHSG--, maka PER tidak mungkin lagi bisa dipakai sebagai ukuran untuk menilai harga sebuah

pendapatan. PER akhirnya hanya dapat dipakai sebagai ukuran rata-rata lamanya waktu yang diperlukan untuk mengembalikan suatu investasi. Hal ini terlihat dari naiknya PER pada hampir seluruh sektor yang ada, bersamaan dengan turunnya rata-rata EPS yang diikuti dengan naiknya IHSG. Demikian pula, naiknya PBV bukan lagi mencerminkan naiknya harga per nilai buku sebagai akibat meningkatnya prestasi emiten melainkan disebabkan karena faktor di luar kinerja emiten.

TABEL 5.7
KINERJA FINANSIAL EMITEN DILIHAT DARI
IHSG, PER DAN PBV SECARA SEKTORAL DI BEJ
PER DESEMBER 1995 - 1997

Sektor Industri	IHSG			PER			PBV		
	Des 95	Des 96	Des 97	Des 95	Des 96	Des 97	Des 95	Des 96	Des 97
1. Pertanian	100,00	329,149	397,16	9,68	20,95	7,97	0,81	1,98	1,96
2. Pertambangan	100,26	149,96	173,92	9,24	16,33	12,64	1,56	1,93	1,29
3. Indust Dasar & Kimia	99,19	103,41	60,40	21,43	25,43	16,03	1,29	1,71	1,58
4. Aneka Industri	99,25	111,25	95,01	19,34	20,71	10,59	1,22	1,18	16,67
5. Indust Brg Konsumsi	99,60	119,79	68,67	14,60	11,96	29,25	2,50	2,15	2,22
6. Properti, Real Estate	99,55	143,67	72,00	15,10	20,54	9,05	0,94	1,51	0,42
7. Infrastruktur & Transp	99,56	124,87	102,24	16,43	13,03	11,85	1,99	2,17	1,65
8. Industri Keuangan	99,63	157,56	64,57	10,19	12,85	9,90	1,20	1,21	0,82
9. Perdagangan & Invest.	103,47	120,59	69,98	21,99	22,94	66,28	1,41	1,83	46,39

SUMBER : *FACT BOOK, 1996, 1997, 1998*

Dari Tabel 5.7 terlihat bahwa pada tahun 1996, naiknya IHSG seluruh sektor, diikuti naiknya PER maupun PBV pada hampir semua sektor. Namun, naiknya IHSG tahun 1996 ini tidak bersamaan dengan naiknya EPS, bahkan hampir seluruh sektor mengalami penurunan EPS. Dari kenyataan ini, dapat diduga bahwa naiknya PBV pada sebagian besar sektor yang ada, bukan menunjukkan respon pasar atas kinerja finansial emiten, melainkan faktor lain di luar kinerja emiten. Naiknya PER seluruh sektor yang

bersamaan dengan naiknya IHSG, namun pada kondisi di mana rata-rata jumlah keuntungan per saham (EPS) secara sektoral mengalami penurunan, maka PER tidak lagi menjadi ukuran baik atau buruknya prestasi emiten, melainkan hanya dapat digunakan sebagai ukuran lamanya waktu yang diperlukan untuk mengembalikan jumlah suatu investasi. Demikian pula, naiknya PBV seluruh sektor (kecuali sektor aneka industri dan industri barang konsumsi) tahun 1996, tidak dapat digunakan sebagai ukuran meningkatnya kemakmuran pemegang saham atas prestasi emiten, melainkan faktor lain diluar prestasi emiten.

5.2. Gambaran Umum Sampel Penelitian

Sampel penelitian ini terdiri dari 30 emiten yang terbagi dalam dua kelompok, yaitu kelompok pertama adalah 15 emiten yang dividennya naik, yaitu dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 atas keuntungan tahun buku 1996, lebih tinggi dibandingkan dividen tunai yang dibagikan tahun 1996 atas keuntungan tahun buku 1995. Kelompok kedua adalah 15 emiten yang dividennya turun yaitu dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 lebih rendah dibandingkan tahun 1996. Dalam sub bab ini akan dijelaskan gambaran umum sampel penelitian, meliputi kinerja finansial emiten tahun 1995-1996, tingkat keuntungan perusahaan dan besarnya dividen yang dibagikan serta tanggal pengumuman dan pembayaran dividen.

5.2.1 Kinerja Finansial Emiten Tahun 1995 -1996

Terdapat banyak rasio keuangan yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan emiten. Semakin banyak rasio keuangan yang ditampilkan, akan semakin

detail gambaran tentang kinerja finansial emiten dapat diketahui. Namun, dalam gambaran umum kinerja finansial emiten ini hanya dibatasi pada 4 (empat) macam rasio sebagai titik sentral kinerja keuangan perusahaan, yaitu *operating profit margin* (OPM), *net profit margin* (NPM), *return on equity* (ROE) dan *return on investment*. Alasan dipilihnya 4 (empat) macam rasio ini adalah disamping rasio ini sifatnya umum-- artinya rasio ini ada pada semua sektor industri (baik sektor industri keuangan maupun non keuangan)--, rasio ini merupakan hasil akhir (akibat) dari keseluruhan aktivitas dan kebijakan yang dijalankan emiten. Dengan penggunaan rasio ini diharapkan kinerja seluruh emiten yang sahamnya dijadikan sampel dapat diperbandingkan, dengan demikian dapat memberikan gambaran singkat kinerja keuangannya.

Operating profit margin (OPM) merupakan rasio yang menunjukkan besarnya keuntungan operasi bersih dari setiap rupiah penjualan bersih, sedangkan *net profit margin* (NPM) merupakan rasio yang menunjukkan besarnya keuntungan bersih dari setiap rupiah penjualan bersih. *Return on equity* (ROE) merupakan persentase yang menunjukkan besarnya keuntungan bersih dibandingkan modal sendiri. *Return on investment* (ROI) merupakan persentase yang menunjukkan besarnya keuntungan bersih dibandingkan jumlah *assets* yang ditanamkan dalam perusahaan.

5.2.1.1 Kinerja Financial Emiten Dilihat Dari Besarnya Operating Profit Margin (OPM) dan Net Profit Margin (NPM)

Dari seluruh emiten yang sahamnya terpilih sebagai sampel, jika dilihat dari besarnya tingkat keuntungan operasi bersih dari setiap rupiah penjualan bersih (*operating profit margin*, OPM)-nya, menunjukkan bahwa pada tahun 1995 besarnya keuntungan

operasi bersih paling tinggi sebesar Rp 49,- dari setiap Rp 100,- penjualan bersihnya dan terendah sebesar Rp 3,- per Rp 100,- penjualan bersihnya. Dilihat dari urutannya, tertinggi Mulialand sebesar 49%, urutan kedua Kalbe Farma 47%, disusul kemudian Indosat 44% dan terendah Barito Pasific Timber sebesar 0,3%. Pada tahun 1996, OPM tertinggi Lippo Securities 58%, urutan kedua Kalbe Farma 51%, ketiga Indosat 48%, disusul kemudian Mulialand 47% dan terendah Matahari Putra Prima 5%.

Dilihat dari keuntungan bersih dari setiap rupiah penjualan bersih (*net profit margin*; NPM)-nya, pada tahun 1995, tertinggi Lippo Securities 58%, artinya Lippo Securities pada tahun 1995 mampu memperoleh keuntungan bersih setelah pajak sebesar Rp 58,- dari setiap Rp 100,- penjualan bersihnya. Urutan kedua Indosat 44% dan Duta Pertiwi Realty 44%, terendah Apac Centertex 0,8%. Pada tahun 1996, NPM urutan tertinggi Lippo Securities 55%, Indosat 43% dan Telkom 30%, terendah Matahari Putra Prima dan Apac Centertex masing-masing 1%.

Dari seluruh emiten yang sahamnya terpilih sebagai sampel, menunjukkan bahwa 76,67% emiten ternyata keuntungan operasi bersih yang diperoleh dari setiap rupiah penjualannya (*operating profit margin-OPM*) pada tahun 1996 mengalami kenaikan dibandingkan tahun 1995 dan sisanya 23,33% yang mengalami penurunan, yaitu Semen Gresik, Mulialand, Asahimas Flat Glass, HM Sampoerna, Dharmala Intiland, Lippo Bank, dan Matahari Putra Prima. Dari 76,67% emiten yang mengalami kenaikan keuntungan operasi bersih dari setiap rupiah penjualan bersihnya (OPM), ternyata 43,33% membagikan dividen tunai yang lebih tinggi (dividen tunai naik) pada tahun 1997 dibandingkan tahun 1996 dan sisanya 33,33% membagikan dividen tunai yang lebih rendah

pada tahun 1997 (dividen tunai turun). Gambaran selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 5.8 dan Tabel 5.9.

TABEL 5.8
SAMPEL PENELITIAN DILIHAT DARI NAIK ATAU TURUNNYA
OPERATING PROFIT MARGIN (OPM) DAN NET PROFIT MARGIN (NPM)
TAHUN 1996 DIBANDINGKAN TAHUN 1995

Keterangan	Emiten		Emiten		Emiten	
	Jumlah	Persen	Jumlah	Persen	Jumlah	Persen
1. Dividen naik :	15	50				
1.1 OPM naik			13	43,33		
NPM naik					8	26,67
NPM turun					5	16,67
1.2 OPM turun			2	6,67		
NPM naik					1	3,33
NPM turun					1	3,33
2. Dividen turun	15	50				
2.1 OPM naik			10	33,33		
NPM naik					6	20,00
NPM turun					4	13,33
2.2 OPM turun			5	16,67		
NPM naik					2	6,67
NPM turun					3	10,00
Jumlah	30	100,00	30	100,00	30	100,00

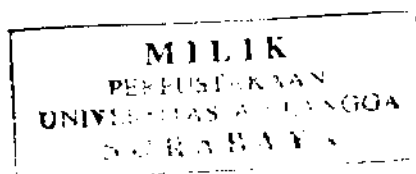
SUMBER : *INDONESIAN CAPITAL MARKET DIRECTORY*, 1997, diolah

Meskipun 76,67% emiten mengalami peningkatan keuntungan operasi bersih yang diperoleh dari setiap rupiah penjualannya (OPM), namun hanya 46,67% yang mengalami kenaikan keuntungan bersih yang diperoleh dari setiap rupiah penjualannya (*net profit margin-NPM*) dan sisanya 30% mengalami penurunan. Keadaan ini menunjukkan bahwa 30% emiten dihadapkan pada beban tetap atau biaya lain di luar biaya operasi yang tinggi sehingga keuntungan bersih untuk tiap rupiah penjualan (*net profit margin-NPM*)nya mengalami penurunan.

Dari 23,33% emiten yang mengalami penurunan keuntungan operasi bersih dari setiap rupiah penjualan bersihnya (OPM)-nya, 13,33% di antaranya mengalami kenaikan jumlah keuntungan bersih yang diperoleh dari setiap rupiah penjualan bersihnya (NPM), yaitu Mulialand, Asahimas Flat Glass, HM Sampoerna, Matahari Putra Prima dan sisanya 10,00% mengalami penurunan, yaitu Semen Gresik, Dharmala Intiland, dan Lippo Bank. Turunnya *operating profit margin* yang diikuti naiknya *net profit margin* menunjukkan berkurangnya beban tetap atau meningkatnya pendapatan lain diluar keuntungan operasi emiten sehingga meningkatkan jumlah keuntungan bersih yang diperoleh emiten dari setiap rupiah penjualan mengalami peningkatan.

Untuk kelompok dividen naik, pada tahun 1996, 86,67% mengalami peningkatan keuntungan operasi bersih dari setiap rupiah penjualannya (OPM) dan sisanya 13,33% mengalami penurunan, yaitu Semen Gresik dan Mulialand. Dari 86,67% emiten yang mengalami kenaikan OPM, ternyata 53,33% mengalami kenaikan keuntungan bersih dari setiap rupiah penjualannya. Dan sisanya 33,33% mengalami penurunan keuntungan bersih dari setiap rupiah penjualannya, yaitu Tambang Timah, Mayora Indah, Indosat, Bank Duta, Putra Sejahtera Pioneerindo.

Untuk kelompok dividen turun, pada tahun 1996, 66,67% emiten mengalami peningkatan jumlah keuntungan operasi bersih dari setiap rupiah penjualannya (OPM) dan sisanya 33,33% mengalami penurunan, yaitu Asahimas Flat Glas, HM Sampoerna, Dharmala Intiland, Lippo Bank dan Matahari Putra Prima. Dari 66,67% emiten yang mengalami kenaikan OPM, 40% mengalami kenaikan keuntungan bersih dari setiap rupiah penjualannya (NPM) dan sisanya 26,67% mengalami penurunan, yaitu Gajah Tunggal,



Indofood Sukses Makmur, Duta Pertiwi Realty dan Lippo Securities. Gambaran selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 5.8 dan 5.9.

TABEL 5.9
KINERJA FINANSIAL EMITEN DILIHAT DARI
OPERATING PROFIT MARGIN (OPM) DAN NET PROFIT MARGIN (NPM)
TAHUN 1995-1996

Emiten	OPM (%)		NPM (%)	
	1995	1996	1995	1996
Kelompok Dividen Naik				
1. Tambang Timah	28	30	27	26
2. Barito Pacific Timber	0,3	6	8,6	9,2
3. Semen Gresik	25	24	20	16
4. Apac Centertex	0,8	9	0,8	1
5. Astra Internasional	10,0	10,3	3	4
6. Gudang Garam	12	16	7	10
7. Mayora Indah	13	15	16,5	15,5
8. Duta Anggada Realty	31	16	19	28
9. Mulialand	49	47	20	26
10. Indosat	44	48	44	43
11. Telekom Indonesia	27	42	18	30
12. Bank Duta	4	10	9	7
13. Lippo Life Insurance	5	12	4	11
14. Bimantara Citra	24,0	24,3	16	18
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	11,6	12,5	16	13
Kelompok Dividen Turun	1995	1996	1995	1996
1. Asahimas Flat Glass	29	15	18	13
2. Indocement Tunggul Perkasa	26	27	12	13
3. Gajah Tunggul	14	15	13,7	13,6
4. HM Sampoerna	32	27	21	17
5. Indofood Sukses Makmur	17,87	18,49	15	12
6. Kalbe Farma	47	51	20	21
7. Dharmala Intiland	25,2	24,7	22	27
8. Duta Pertiwi Realty	19	28	44	27
9. Bank Bira	14	18	10	12
10. Lippo Bank	12	8	7	8
11. Lippo Securities	38	58	58	55
12. Bakrie & Brother	11	14	10	12
13. Matahari Putra Prima	6	5	3	1
14. Mulia Industindo	21,2	22,8	20,9	21,7
15. Sona Topas Tourism Industry	13	14	12,6	13,5

SUMBER: *INDONESIAN CAPITAL MARKET DIRECTORY, 1997*

5.2.1.2 Kinerja Finansial Emitan Dilihat dari Besarnya Return on Investment (ROI) dan Return on Equity (ROE)

Dilihat dari besarnya tingkat keuntungan investasi (*return on investment; ROI*), dari seluruh sampel yang ada, pada tahun 1995, tertinggi 22,94% dan terendah 0,31%. Tingkat keuntungan investasi (*return on investment; ROI*), pada tahun 1995, tertinggi dicapai oleh Indosat 22,94%, disusul kemudian HM Sampoerna 20,51%, Tambang Timah urutan ke tiga sebesar 17,90% dan terendah Apac Centerex 0,31%. Pada tahun 1996, Tambang Timah (18,60%) menempati urutan pertama tertinggi dalam memperoleh keuntungan investasi, kedua Indosat (18,34%), Gudang Garam 15,19% dan HM Sampoerna 13,70% dan yang terendah Bank Duta (0,88%).

Dibandingkan dengan tingkat keuntungan investasi tahun 1995, dari seluruh sampel yang ada, pada tahun 1996, ternyata 63,33% emiten tingkat keuntungan investasinya mengalami kenaikan dan sisanya 36,67% mengalami penurunan. Untuk kelompok sampel dividen naik, pada tahun 1996, ternyata 66,67% emiten ROI-nya mengalami kenaikan dan sisanya 33,33% emiten mengalami penurunan, yaitu Mayora Indah, Duta Anggada Realty, Indosat, Bank Duta, Putra Sejahtera Pioneerindo. Demikian pula kelompok dividen turun, 60% emiten ROI-nya mengalami kenaikan dan sisanya 40% emiten mengalami penurunan, yaitu Asahimas Flat Glass, Gajah Tunggal, HM Sampoerna, Duta Pertiwi, Lippo Securities, Matahari Putra Prima.

TABEL 5.10
KINERJA FINANSIAL EMITEN DILIHAT DARI
RETURN ON INVESTMENT (ROI) DAN RETURN ON EQUITY (ROE)
TAHUN 1995-1996

Emiten	ROI (%)		ROE (%)	
	1995	1996	1995	1996
Kelompok Dividen Naik				
1. Tambang Timah	17,90	18,60	24,11	22,98
2. Barito Pasific Timber	2,34	3,27	3,64	4,50
3. Semen Gresik	4,85	5,18	7,03	8,89
4. Apac Centertex	0,31	1,45	0,66	4,63
5. Astra Internasional	2,38	2,81	14,17	15,63
6. Gudang Garam	9,36	15,19	18,00	25,73
7. Mayora Indah	7,59	6,57	9,19	9,16
8. Duta Anggada Realty	5,87	4,57	18,30	16,85
9. Mulialand	5,35	6,60	15,23	16,39
10. Indosat	22,94	18,34	25,71	20,40
11. Telekom Indonesia	5,70	8,45	12,27	16,95
12. Bank Duta	1,21	0,88	9,71	10,68
13. Lippo Life Insurance	3,19	3,52	13,62	12,70
14. Bimantara Citra	6,00	6,29	12,24	14,24
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	9,93	9,47	11,94	12,89
Kelompok Dividen Turun	1995	1996	1995	1996
1. Asahimas Flat Glass	9,96	6,02	16,32	9,09
2. Indocement Tunggal Perkasa	5,80	7,06	18,58	27,59
3. Gajah Tunggal	3,77	2,73	9,63	7,00
4. HM Sampoerna	20,51	13,70	31,54	28,31
5. Indofood Sukses Makmur	8,25	8,35	22,22	21,18
6. Kalbe Farma	5,09	5,60	17,17	17,07
7. Dharmala Intiland	3,82	3,85	10,06	11,59
8. Duta Pertiwi Realty	5,87	4,57	18,30	16,85
9. Bank Bira	1,84	2,11	21,35	16,28
10. Lippo Bank	1,10	1,14	16,65	12,85
11. Lippo Securities	7,46	5,22	8,33	11,49
12. Bakrie & Brother	3,51	3,55	7,55	10,77
13. Matahari Putra Prima	3,77	1,15	11,39	2,72
14. Mulia Industindo	5,26	5,45	11,33	11,10
15. Sona Topas Tourism Industry	8,48	9,05	11,30	13,47

SUMBER : *INDONESIAN CAPITAL MARKET DIRECTORY, 1997*

Dengan melihat Tabel 5.10 dapat diketahui bahwa dari seluruh sampel yang ada, 53,33% emiten tingkat keuntungan investasinya ternyata menunjukkan perubahan yang searah dengan perubahan jumlah dividen yang dibagikan, yaitu emiten yang mengalami kenaikan tingkat keuntungan investasi pada tahun buku 1996, dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 mengalami kenaikan, demikian pula sebaliknya yang mengalami penurunan tingkat keuntungan investasi. Sedangkan sisanya 46,67% emiten tingkat keuntungan investasinya pada tahun buku 1996 mengalami perubahan tidak searah dengan perubahan jumlah dividen yang dibagikan pada tahun 1997. Dengan melihat kenyataan tersebut maka dapat diduga bahwa sebagian besar emiten yang mengalami kenaikan tingkat keuntungan investasinya ternyata dividen tunai yang akan dibagikan juga mengalami peningkatan dibandingkan tahun sebelumnya, meskipun diakui pula bahwa antara kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun hampir berimbang jumlah emitenya yang mengalami kenaikan tingkat keuntungan investasi. Apabila investor memandang bahwa naiknya tingkat keuntungan investasi akan selalu diikuti dengan naiknya dividen tunai yang dibagikan, keadaan ini memungkinkan investor menjadi ragu pada emiten yang mengalami kenaikan tingkat keuntungan investasi, namun membagikan dividen yang lebih rendah. Gambaran selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 5.10.

Dilihat dari besarnya keuntungan bersih dari setiap rupiah modal sendiri yang ditanamkan dalam perusahaan (*return on equity; ROE*), pada tahun buku 1995, tertinggi sebesar 25,71% atau Rp 25,71 keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan untuk setiap Rp 100,- modal yang ditanamkan oleh pemegang saham dan terendah sebesar 0,66 %. Pada tahun buku 1996, keuntungan bersih tertinggi dari setiap rupiah modal sendiri yang

ditanamkan oleh pemegang saham mengalami peningkatan, yaitu sebesar 28,31% dan terendah sebesar 2,72%.

Meskipun 63,33% emiten yang tingkat keuntungan investasi (ROI)-nya pada tahun buku 1996 mengalami peningkatan dibandingkan tahun buku 1995, namun hanya 36,67% emiten yang mengalami peningkatan ROE-nya dan sisanya 26,67% mengalami penurunan.

5.2 3 Tingkat Keuntungan Investasi dan Besarnya Dividen Yang Dibagikan

Dilihat dari besarnya keuntungan per lembar saham (*earning per share;EPS*) yang diperoleh emiten, pada tahun buku 1995, tertinggi dicapai oleh Gudang Garam yaitu sebesar Rp 762,- urutan kedua Tambang Timah sebesar Rp 535,- Indosat sebesar Rp 444,- menempati urutan ketiga dan yang terendah Apac Centertex Rp 5,-. Meskipun pada tahun buku 1995, tingkat keuntungan investasi (*return on investment;ROI*) Gudang Garam relatif rendah yaitu hanya sebesar 9,36% (ROI tertinggi Tambang Timah 22,94% dan terendah Apac Centertex 0,31%), namun dilihat dari keuntungan per lembar saham (EPS) yang diperoleh menempati urutan pertama yaitu sebesar Rp 762,-. Tambang Timah sebagai emiten tertinggi dalam memperoleh keuntungan investasi ternyata EPS-nya menempati urutan kedua. Apac Centertex merupakan emiten yang paling rendah ROI-nya (0,31%) serta EPS-nya (Rp5,-) pada tahun buku 1995.

Pada tahun buku 1996, keuntungan per lembar saham (EPS) tertinggi dicapai oleh Tambang Timah, yaitu sebesar Rp 622,- urutan kedua HM Sampoerna Rp 441,- dan urutan ketiga Astra International Rp 404,- terendah Matahari Putra Prima Rp 34,-. Pada tahun buku 1996, Tambang Timah mampu memperoleh ROI yang tertinggi yaitu sebesar

18,60% dan EPS yang tertinggi, sedangkan HM Sampoerna hanya mampu memperoleh ROI 13,70% (urutan tertinggi keempat) dengan EPS urutan kedua sebesar Rp 441,-. Meskipun Matahari Putra Prima EPS-nya paling rendah yaitu sebesar Rp 34,- pada tahun buku 1996, namun ROI-nya masih di atas yang paling rendah yaitu sebesar 1,15% (terendah Bank Duta 0,88%).

Atas keuntungan yang diperoleh dalam tahun buku 1995, besarnya keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai untuk tiap lembar pemegang saham (DPS) pada tahun 1996, tertinggi HM Sampoerna sebesar Rp 275,- Indocement Tunggal Perkasa urutan kedua sebesar Rp 160,- Indosat urutan ketiga sebesar Rp 133,- Urutan keempat Bank Bira dan Bank Duta sebesar Rp 125,- dan terendah Apac Centertex Rp 3,- Meskipun Tambang Timah pada tahun buku 1995 memperoleh ROI tertinggi yaitu sebesar 22,94% dengan EPS tertinggi urutan kedua yaitu sebesar Rp535,- namun hanya membagikan dividen tunai per lembar saham (DPS) pada tahun 1996 sebesar Rp 66,- Demikian pula Gudang Garam yang memperoleh EPS tertinggi sebesar Rp 762,- namun ROI relatif rendah yaitu sebesar 9,36% hanya membagikan dividen tunai sebesar Rp 75,-

Pada tahun buku 1997, keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai untuk tiap satu lembar pemegang saham (DPS), tertinggi diberikan oleh Indosat sebesar Rp 173,- urutan kedua Gudang Garam dan HM Sampoerna yaitu sebesar Rp 150,- selanjutnya Semen Gresik Rp 148,- dan terendah Apac Centertex Rp 5,- Gambaran secara rinci mengenai besarnya tingkat keuntungan investasi (ROI), keuntungan per lembar saham (EPS) dan keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai per lembar saham (DPS) tahun 1996 -1997 dapat dilihat pada Tabel 5.11

TABEL 5.11
KINERJA FINANSIAL EMITEN DILIHAT DARI
RETURN ON INVESTMENT (ROI), EARNING PER SHARE (EPS) , DAN
DIVIDEN PER SHARE DI BEJ TAHUN 1995-1996

Emiten	ROI (%)		EPS (rupiah)		DPS (rupiah)	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Kelompok Dividen Naik						
1. Tambang Timah	17,90	18,60	535	622	66	93
2. Barito Pasific Timber	2,34	3,27	50	62	50	55
3. Semen Gresik	4,85	5,18	274	370	110	148
4. Apac Centertex	0,31	1,45	5	47	3	5
5. Astra Internasional	2,38	2,81	319	404	90	120
6. Gudang Garam	9,36	15,19	762	341	75	150
7. Mayora Indah	7,59	6,57	66	69	25	28
8. Duta Anggada Realty	5,87	4,57	332	277	40	45
9. Mulialand	5,35	6,60	245	291	60	100
10. Indosat	22,94	18,34	444	504	133	173
11. Telekom Indonesia	5,70	8,45	97	161	24	41
12. Bank Duta	1,21	0,88	213	248	125	130
13. Lippo Life Insurance	3,19	3,52	317	342	35	40
14. Bimantara Citra	6,00	6,29	116	155	15	20
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	9,93	9,47	84	99	25	27
Kelompok Dividen Turun	1995	1996	1995	1996	1995	1996
1. Asahimas Flat Glass	9,96	6,02	340	203	25	20
2. Indocement Tunggal Pks.	5,80	7,06	197	228	160	70
3. Gajah Tunggal	3,77	2,73	130	85	100	60
4. HM Sampoerna	20,51	13,70	391	441	275	150
5. Indofood Sukses M.	8,25	8,35	200	231	80	47
6. Kalbe Farma	5,09	5,60	151	169	115	75
7. Dharmala Intiland	3,82	3,85	237	290	115	100
8. Duta Pertiwi Realty	5,87	4,57	332	277	98	70
9. Bank Bira	1,84	2,11	292	241	125	95
10. Lippo Bank	1,10	1,14	147	136	60	33
11. Lippo Securities	7,46	5,22	108	140	100	25
12. Bakrie & Brother	3,51	3,55	248	97	100	35
13. Matahari Putra Prima	3,77	1,15	171	34	50	15
14. Mulia Industindo	5,26	5,45	305	171	42	25
15. Sona Topas Tourism In.	8,48	9,05	142	82	100	50

SUMBER : *INDONESIAN CAPITAL MARKET DIRECTORY, 1997*

Dari Tabel 5.11 dapat dilihat bahwa pada tahun buku 1996, 63,33% emiten tingkat keuntungan investasi (ROI)-nya mengalami kenaikan dibandingkan tahun 1995 dan sisanya 36,67% mengalami penurunan. Dilihat dari besarnya keuntungan per lembar saham (EPS), pada tahun buku 1996, menunjukkan bahwa 63,33% emiten mengalami kenaikan dan sisanya 36,67% mengalami penurunan. Apabila dihubungkan antara besarnya tingkat keuntungan investasi (ROI) dengan besarnya keuntungan per lembar saham (EPS), pada tahun 1996, menunjukkan bahwa tidak semua emiten yang ROI-nya mengalami kenaikan akan disertai dengan naiknya EPS, demikian pula sebaliknya. Dari 63,33% emiten yang ROI-nya naik pada tahun buku 1996, ternyata hanya 43,33% yang EPS-nya naik dan 20% sisanya turun. Demikian pula 36,67% emiten yang ROI-nya mengalami penurunan, hanya 16,167% yang EPS-nya turun dan sisanya naik. Kenyataan ini memberikan gambaran bahwa naik-turunnya keuntungan per lembar saham (EPS) tidak sepenuhnya tergantung pada tingkat keuntungan investasi (ROI). Hal ini disebabkan ROI lebih menekankan pada keuntungan relatif, yaitu besarnya keuntungan bersih dibandingkan dengan nilai investasinya, sedangkan keuntungan per lembar saham lebih menekankan pada keuntungan absolut, yaitu nilai rupiah keuntungan untuk per lembar saham.

Dari 63,33% emiten yang EPS-nya mengalami kenaikan dalam tahun buku 1996, ternyata 43,33% diantaranya membagikan dividen yang per lembar saham yang lebih tinggi (*divident per share*; DPS tunai naik) pada tahun 1997 dibandingkan tahun 1996 dan sisanya 20% membagikan dividen yang lebih rendah (*divident per share turun*; DPS turun). Dari 36,67% emiten yang EPS-nya mengalami penurunan pada tahun buku 1996, 30% diantaranya membagikan dividen lebih rendah pada tahun 1997 dibandingkan tahun 1996. Dari kenyataan tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar emiten yang

keuntungan per lembar saham (EPS)-nya naik, dividen per lembar saham yang dibagikan (DPS)-nya juga naik, begitu sebaliknya jika keuntungan per lembar saham (EPS)-nya turun, dividen per lembar saham yang dibagikan (DPS)-nya juga turun. Dari gambaran tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar emiten (73,33%) dalam membagikan dividen dapat diduga sebelumnya apakah emiten akan menaikkan atau menurunkan dividen per lembar sahamnya. Artinya, ketika keuntungan per lembar saham yang diperoleh emiten naik, maka dapat diduga bahwa dividen per lembar saham yang akan dibagikan juga naik, begitu sebaliknya jika turun.

5.2.4 Tanggal Pengumuman dan Tanggal Pembayaran Dividen

Dilihat dari tanggal diumumkannya besar dividen yang dibagikan, dari seluruh sampel terpilih, paling awal dilakukan pada bulan Maret 1997 (Tambang Timah) dan paling akhir bulan Juli 1997 (Apac Centertex dan Kalbe Farma), namun sebagian besar emiten (63,33%) mengumumkan besarnya dividen yang akan dibagikan, dilakukan pada bulan Juni 1997. Dilihat dari jarak waktu antara tanggal pengumuman dengan tanggal terakhir batas perdagangan (beli) saham untuk dapat memperoleh dividen (cum dividen), paling pendek 10 hari kerja bursa dan paling lama sampai 20 hari kerja bursa. Tanggal dimana para pembeli saham tidak dapat memperoleh dividen oleh karena jarak waktu terima saham (lima hari setelah transaksi ;T+5) yang dibeli tidak memiliki kesempatan untuk melakukan registrasi (ex dividen), paling awal bulan Maret 1997 (Tambang Timah) dan paling akhir bulan Agustus 1997 (Apac Centertex). Sebagian besar emiten (66,67%) memberlakukan ex-dividen pada bulan Juli 1997. Batas terakhir pemegang saham untuk dapat melakukan registrasi/pencatatan, paling awal Tambang Timah, yaitu bulan April

1997 dan paling akhir Apac Centertex bulan Agustus 1997. Tanggal pembayaran dividen paling awal dilakukan pada bulan April 1997 dan paling akhir bulan September 1997.

Dengan melihat gambaran tersebut (Tabel 5.12) maka dapat diperkirakan bahwa investor yang belum memiliki saham dan menghendaki untuk dapat memperoleh dividen tunai, paling tidak mempunyai kesempatan 10 sampai dengan 20 hari kerja bursa untuk mempertimbangkan membeli atau tidak, dengan mempertimbangkan *dividend yield*-nya, yaitu besarnya dividen yang akan diperoleh diperbandingkan dengan harga saham yang harus dibayar untuk memiliki saham guna memperoleh dividen tersebut. Di samping itu, jika informasi (pengumuman dividen) tersebut memiliki makna, artinya naik atau turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 memiliki kandungan informasi tentang prospek pendapatan emiten di masa yang akan datang, maka investor dapat mempertimbangkan apakah mereka hanya berkeinginan memperoleh *capital gain* saja atau memperoleh *capital gain* sekaligus memperoleh dividen. Apabila investor hanya berkeinginan memperoleh *capital gain* saja, mungkin karena mereka memandang; (1) besarnya dividen tidak cukup untuk menutup biaya registrasi yaitu sebesar Rp 2.500,- per lot (2) lamanya waktu suatu saham tidak dapat diperdagangkan selama masa registrasi yang berkisar 10 hari sehingga mereka dihadapkan pada risiko turunnya harga yang mungkin lebih tinggi dibandingkan jumlah dividen tunai yang akan diterima. Sedangkan bagi investor yang telah memiliki saham, juga mempunyai kesempatan untuk mempertimbangkan; (1) apakah akan menjual sahamnya dengan harapan hanya untuk memperoleh *capital gain* saja guna menghindari kerugian terhadap turunnya harga saham atau (2) mempertahankan sahamnya dan baru akan menjualnya dengan harapan memperoleh *capital gain* sekaligus dividen.

TABEL 5.12
TANGGAL PENGUMUMAN DAN PEMBAYARAN DIVIDEN
SAMPEL PENELITIAN TAHUN 1997

Emiten	Pengumuman*)	Cum-Dividen	Ex-Dividen	Pencatatan	Pembayaran
Kelompok Dividen Naik					
1. Tambang Timah	3 Maret 1997	23 Maret 1997	24 Maret 1997	3 April 1997	28 April 1997
2. Barito Pacific Timber	25 Juni 1997	23 Juli 1997	24 Juli 1997	1 Agustus 1997	1 Septemb 1997
3. Semen Gresik	23 Juni 1997	8 Juli 1997	9 Juli 1997	18 Juli 1997	15 Agustus 1997
4. Apac Centertex	2 Juli 1997	4 Agustus 1997	5 Agustus 1997	13 Agustus 1997	12 Septemb 1997
5. Astra Internasional	13 Juni 1997	30 Juni 1997	1 Juli 1997	9 Juli 1997	29 Juli 1997
6. Gudang Garam	23 Juni 1997	7 Juli 1997	8 Juli 1997	16 Juli 1997	14 Agustus 1997
7. Mayora Indah	27 Juni 1997	17 Juli 1997	18 Juli 1997	28 Juli 1997	26 Agustus 1977
8. Duta Anggada Realty	26 Juni 1997	14 Juli 1997	15 Juli 1997	24 Juli 1997	22 Agustus 1977
9. Mulialand	16 Mei 1997	1 Juni 1997	2 Juni 1997	10 Juni 1997	9 Juli 1997
10. Indosat	17 April 1997 ✓	30 April 1997	1 Mei 1997	12 Mei 1997	30 Mei 1997
11. Telekom Indonesia	25 April 1997	13 Mei 1997	14 Mei 1997	23 Mei 1997	20 Juni 1997
12. Bank Duta	13 Juni 1997	2 Juli 1997	3 Juli 1997	11 Juli 1997	25 Juli 1997
13. Lippo Life Insurance	24 Juni 1997	7 Juli 1997	8 Juli 1997	16 Juli 1997	14 Agustus 1997
14. Bimantara Citra	17 April 1997	5 Mei 1997	6 Mei 1997	15 Mei 1997	3 Juni 1997
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	11 Juni 1997	9 Juli 1997	10 Juli 1997	21 Juli 1997	19 Agustus 1997
Kelompok Dividen Turun					
1. Asahimas Flat Glass	13 Juni 1997	25 Juni 1997	26 Juni 1997	4 Juli 1997	1 Agustus 1997
2. Indocement Tunggal Pks.	26 Juni 1997	13 Juli 1997	14 Juli 1997	23 Juli 1997	21 Agustus 1997
3. Gajah Tunggal	25 Juni 1997	13 Juli 1997	14 Juli 1997	23 Juli 1997	21 Agustus 1997
4. HM Sampoerna	1 Juli 1997	27 Juli 1997	28 Juli 1997	5 Agustus 1997	27 Agustus 1997
5. Indofood Sukses Makmur	26 Juni 1997	10 Juli 1997	11 Juli 1997	22 Juli 1997	22 Agustus 1997
6. Kalbe Farma	2 Juli 1997	23 Juli 1997	24 Juli 1997	1 Agustus 1997	29 Agustus 1997
7. Dharmala Intiland	1 Juli 1997	20 Juli 1997	21 Juli 1997	29 Juli 1997	27 Agustus 1997
8. Duta Pertiwi Realty	26 Juni 1997	14 Juli 1997	15 Juli 1997	24 Juli 1997	22 Agustus 1997
9. Bank Bira	24 April 1997	13 Mei 1997	14 Mei 1997	23 Mei 1997	13 Juni 1997
10. Lippo Bank	9 Juni 1997	24 Juni 1997	25 Juni 1997	3 Juli 1997	1 Agustus 1997
11. Lippo Securities	28 Juni 1997	13 Juli 1997	14 Juli 1997	23 Juli 1997	21 Agustus 1997
12. Bakrie & Brother	13 Juni 1997	2 Juli 1997	3 Juli 1997	11 Juli 1997	8 Agustus 1997
13. Matahari Putra Prima	25 Juni 1997	13 Juli 1997	14 Juli 1997	23 Juli 1997	21 Agustus 1997
14. Mulia Industindo	12 Mei 1997	1 Juni 1997	2 Juni 1997	10 Juni 1997	9 Juli 1997
15. Sona Topas Tourism Inds.	20 Juni 1997	8 Juli 1997	9 Juli 1997	18 Juli 1997	15 Agustus 1997

SUMBER : *) HARIAN BISNIS INDONESIA, 1997

FACT BOOK 1997 & JSX MONTHLY STATISTIC, JANUARY-DECEMBER, 1997

Dengan demikian, munculnya informasi dividen naik ataupun turun dapat menimbulkan reaksi yang sifatnya instan, namun kemungkinan bisa juga para investor saling menunggu reaksi pasar, dan tentunya akan memilih keadaan yang paling menguntungkan menurut perkiraan mereka, sehingga reaksi yang terjadi bisa agak lambat.

BAB VI

HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS HASIL PENELITIAN

6.1 Diskripsi Variabel

Disebutkan terdahulu, jika pasar modal efisien, maka munculnya informasi dividen tunai naik akan menimbulkan naiknya harga saham emiten yang bersangkutan lebih tinggi dari yang diperkirakan dibandingkan jika tidak terjadi adanya informasi tersebut. Oleh karena itu, informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan, akan mengakibatkan *actual return* menjadi lebih tinggi dari *return* yang diekspektasikan jika tidak ada informasi tersebut, begitu sebaliknya jika dividen turun. Berkenaan dengan hal tersebut, dalam sub bab ini akan dijelaskan tentang harga saham sampel sebelum dan setelah pengumuman dividen. Di samping itu akan dijelaskan pula besarnya *individual return* yang diestimasi (*expected return*) jika tidak ada pengumuman dividen dan besarnya *actual return* serta *abnormal return* dengan adanya pengumuman dividen. Namun, sebelumnya akan dijelaskan tentang besarnya *individual return* dan *market return* saham sampel, selama 100 hari kerja bursa sebelum pengumuman dividen, yang akan digunakan untuk mengestimasi besarnya *return* jika tidak ada pengumuman dividen.

6.1.1 Harga Saham dan *Individual Return (Actual Return)* Saham Sebelum Pengumuman Dividen

Apabila dilihat dari harganya untuk tiap lembar saham, dari seluruh sampel ini, selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, paling tinggi adalah Rp 15.000,- dan

paling rendah Rp 650,-. Dilihat dari urutan harga per lembar saham yang paling tinggi urutan pertama adalah HM Sampoerna, yaitu senilai Rp 15.000,- urutan ke dua adalah Gudang Garam Rp 12.625,- dan ke tiga Semen Gresik Rp 7.475,-. Untuk urutan harga saham paling rendah, selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, Apac Centertex menempati urutan pertama, di mana untuk tiap lembarnya senilai Rp 650,-. Urutan ke dua adalah Mayora Indah Rp 800,- dan yang ke tiga adalah Duta Pertiwi Realty dan Bakrie Brother dengan harga per lembar sebesar Rp 875,-.

Meskipun harga per lembar saham HM Sampoerna sebesar Rp 15.000,- merupakan harga tertinggi selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, namun saham ini pernah mengalami penurunan harga, hingga mencapai titik terendah yaitu sebesar Rp 8.700,- atau suatu penurunan sebesar 42% dari harga tertinggi yang pernah dicapainya. Selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, saham Apac Centertex pernah mencapai harga tertinggi sebesar Rp 875,-. Harga ini menempati urutan terakhir dari harga tertinggi seluruh sampel. Saham Apac Centertex ini pernah mengalami penurunan hingga mencapai harga terendah sebesar Rp 650,- per lembarnya. Gambaran selengkapnya harga saham selama 100 hari sebelum pengumuman dividen dapat dilihat pada Lampiran 1, sedangkan harga tertinggi dan terendah seperti terlihat pada Tabel 6.1

Naiknya harga saham suatu hari dibandingkan dengan satu hari sebelumnya, menunjukkan besarnya *return* harian yang positif dari saham yang bersangkutan (*individual return* positif), begitu sebaliknya turunnya harga saham suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya menunjukkan besarnya *return* harian yang negatif dari saham yang bersangkutan. Jika dilihat dari naiknya harga saham suatu

hari dibandingkan hari sebelumnya (*individual return* secara harian) dari seluruh sampel yang ada, selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, kenaikan tertinggi sebesar 20,24% dan terendah sebesar 2,22%. Kenaikan tertinggi dicapai oleh Tambang Timah yaitu sebesar 20,24%. Artinya, dalam satu hari kerja bursa, pernah terjadi harga saham Tambang Timah terapresiasi sebesar 20,24% dari harga satu hari sebelumnya. Urutan ke dua tertinggi Duta Pertiwi Realty sebesar 16,98% dan ke tiga adalah Lippo Life Insurance sebesar 15,79%. Kenaikan terendah adalah saham Putra Sejahtera Pioneerindo yaitu sebesar 2,22%.

Dilihat dari penurunan harga saham secara harian, selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, dari seluruh sampel yang ada, paling besar penurunannya sebesar -10,53% dan paling kecil sebesar -2,19%. Saham yang mengalami penurunan harga paling besar adalah HM Sampoerna yaitu sebesar -10,53%. Artinya, dalam suatu hari kerja bursa, pernah terjadi harga saham HM Sampoerna terdepresiasi sebesar 10,53% dari harga satu hari sebelumnya. Penurunan harga saham harian terbesar kedua adalah Tambang Timah sebesar -9,43% dan urutan ke tiga Bakrie Brother sebesar -8,41% dan yang paling kecil Putra Sejahtera Pioneerido, yaitu sebesar -2,19%.

Meskipun saham Tambang Timah pernah mencapai *return* harian tertinggi sebesar 20,24%, namun *return* harian saham ini pernah mencapai titik terendah, yaitu sebesar -9,43%. Gambaran selengkapnya kenaikan dan penurunan harga saham harian masing-masing saham sampel selama 100 hari sebelum pengumuman dividen dapat dilihat pada Lampiran 1, sedangkan *return* tertinggi dan terendah masing-masing saham sampel seperti terlihat pada Tabel 6.1

TABEL 6.1
HARGA SAHAM DAN *INDIVIDUAL RETURN* HARIAN SAHAM SAMPEL
100 HARI SEBELUM PENGUMUAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997

Sektor/Emiten	Harga Saham (Rupiah)		<i>Individual Return (%)</i>	
	Tertinggi	Terendah	Tertinggi	Terendah
Kelompok Dividen Naik				
1. Tambang Timah	5.300	3.600	20,23810	-9,43396
2. Barito Pasific Timber	2.325	1.700	10,84337	-5,88235
3. Semen Gresik	7.475	5.300	6,78733	-7,52688
4. Apac Centertex	875	650	10,00000	-6,66667
5. Astra Internasional	7.050	5.375	5,22388	-2,40000
6. Gudang Garam	12.625	9.450	6,44300	-7,35294
7. Mayora Indah	1.250	800	9,37500	-5,71429
8. Duta Anggada Realty	2.375	2.075	8,04598	-7,44681
9. Mulialand	3.200	2.650		
10. Indosat	7.200	6.200	3,33333	-2,99625
11. Telekomunikasi Indonesia	4.275	3.525	3,22581	-4,57516
12. Bank Duta	1.925	1.625	7,46272	-2,85724
13. Lippo Life Insurance	3.175	2.375	15,78947	-4,27350
14. Bimantara Citra	3.575	2.800	7,50000	-7,69231
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	2.475	2.225	2,22222	-2,19780
Kelompok Dividen Turun				
1. Asahimas Flat Glass	1.225	1.650	13,79310	-6,66667
2. Indocement Tunggal Pks.	3.750	2.925	7,14285	-6,81818
3. Gajah Tunggal	1.175	975	9,30233	-6,66667
4. HM Sampoerna	15.000	8.700	6,68258	-10,52632
5. Indofood Sukses Makmur	5.850	4.525	7,07071	-7,54717
6. Kalbe Farma	3.250	2.375	9,47368	-7,14286
7. Dharmala Intiland	3.650	3.225	7,57576	-3,49650
8. Duta Pertiwi Realty	2.350	875	16,98113	-4,44444
9. Bank Bira	3.475	2.725	6,77965	-4,61540
10. Lippo Bank	2.850	2.100	13,00000	-7,017540
11. Lippo Securitics	1.900	1.125	13,43284	-7,01754
12. Bakrie & Brother	1.200	875	9,30233	-8,51064
13. Matahari Putra Prima	4.600	2.800	8,64198	-5,81395
14. Mulia Industrindo	3.200	1.450	6,72269	-4,78996
15. Sona Topas Tourism Inds.	1.775	1.000	12,50000	-7,69231

SUMBER : *DIARY STATISTICS, JAKARTA STOCK EXCHANGE, 1996 dan 1997 (dialah)*

6.1.2 Indeks Harga Saham Gabungan dan *Market Return* Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen

Sebagaimana disebutkan terdahulu bahwa data yang digunakan untuk mengestimasi besarnya *return* jika tidak ada pengumuman dividen, dalam penelitian ini digunakan data harga saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG) selama 100 hari sebelum pengumuman dividen. Tanggal pengumuman dividen dari seluruh sampel ini, paling awal tanggal 3 Maret 1997 yaitu saham Tambang Timah dan paling akhir tanggal 2 Juli 1997 yaitu saham Apac Centertex dan Kalbe Farma. Berkenaan dengan hal tersebut, maka indeks harga saham gabungan yang digunakan dalam penelitian ini paling awal digunakan adalah mulai tanggal 26 September 1996 yaitu sebesar 571,258 dan paling akhir adalah 9 Juli 1997 yaitu sebesar 730,155.

Naik turunnya IHSG suatu hari dibandingkan IHSG hari sebelumnya, menunjukkan besarnya *market return* saham secara harian. Naiknya IHSG suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya menunjukkan besarnya *market return* saham yang positif, sebaliknya turunnya IHSG suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya menunjukkan besarnya *market return* saham yang negatif. Jika tidak terjadi kenaikan ataupun penurunan berarti besarnya *return market* saham sama dengan nol.

Apabila dilihat dari naik turunnya IHSG secara harian (*market return* harian), selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, kenaikan IHSG tertinggi adalah sebesar 3,97% dan terendah 1,61%. Penurunan IHSG selama 100 hari sebelum pengumuman dividen, paling besar adalah sebesar 2,06% dan paling kecil sebesar 1,85%. Setelah pengumuman dividen, kenaikan IHSG tertinggi sebesar 1,07% dan

terendah adalah sebesar 1,85%. Penurunan IHSG terbesar adalah sebesar 2,03% dan paling sedikit turun 0,02%. Gambaran lebih rinci IHSG dan *market return* saham secara harian dapat dilihat pada Lampiran 1 dan 2.

6.1.3 Harga Saham dan *Actual Return* Saham Setelah Pengumuman Dividen

Harga saham harian setelah peristiwa pengumuman dividen dari seluruh sampel dapat dilihat pada Tabel 6.2, sedangkan naik-turunnya harga saham secara harian, setelah peristiwa pengumuman dividen dapat dilihat pada Tabel 6.3. Naiknya harga saham harian ini ditunjukkan dengan besarnya *actual return* saham yang positif, sedangkan turunnya harga saham harian ditunjukkan dengan besarnya *actual return* saham yang negatif. Harga saham harian tidak mengalami perubahan ditunjukkan dengan besarnya *actual return* saham yang sama dengan nol. Dari kedua tabel tersebut dapat diketahui, bahwa pada tanggal pengumuman dividen (TPD), untuk kelompok saham sampel yang dividen tunainya naik, kenaikan harga saham harian tertinggi terjadi pada Mayora Indah, di mana *actual return*-nya mencapai 8,0%, dan terendah Putra Sejahtera Pioneerindo sebesar 1,09%. Saham yang harganya secara harian tetap tidak mengalami perubahan atau *actual return* sama dengan nol pada tanggal pengumuman dividen diantaranya adalah Tambang Timah, Barito Pasific Timber, Apac Centertex dan Duta Anggada Realty. Penurunan harga saham secara harian pada tanggal pengumuman dividen yang terbesar adalah saham Telkom Indonesia, di mana *actual return*-nya sebesar -1,47% dan terkecil adalah saham Semen Gresik sebesar -0,47%.

TABEL 6.2
HARGA SAHAM SAMPEL
SETELAH PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(dalam satuan rupiah)

Kelompok Dividen Naik	TPD	TPD+1	TPD+2	TPD+3	TPD+4	TPD+5
1. Tambang Timah	4.125	4125	4.150	4125	4.050	4.050
2. Barito Pasific Timber	2.100	2.100	2.050	2075	2075	2075
3. Semen Gresik	5.275	5225	5.175	5325	5350	5.450
4. Apac Centertex	775	750	800	775	775	800
5. Astra Internasional	6.950	7050	7050	7100	7275	7.600
6. Gudang Garam	9.875	9575	9575	9575	10000	10.200
7. Mayora Indah	1.350	1375	1350	1350	1425	14000
8. Duta Anggada Realty	2.325	2325	2350	2300	2300	2375
9. Mulialand	3.025	3000	2950	2975	2925	2850
10. Indosat	6.700	6775	6700	6675	6700	6675
11. Telekom Indonesia	3.600	3550	3475	3525	3500	3450
12. Bank Duta	1.975	2000	2000	2000	2000	2000
13. Lippo Life Insurance	2.950	2925	2825	2850	2875	2850
14. Bimantara Citra	3.300	3325	3350	3325	3325	3300
15. Putra Sejahtera Pioncerindo	2300	2325	2325	2325	2300	2300
Kelompok Dividen Turun						
1. Asahimas Flat Glass	1.250	1275	1275	1275	1250	1275
2. Indocement Tunggal Pks.	3.500	3650	3775	3775	3900	3900
3. Gajah Tunggal	1.175	1175	1150	1200	1175	1175
4. HM Sampoerna	9.975	9975	9950	10000	10175	9950
5. Indofood Sukses Makmur	5.625	5575	5600	5600	5700	5650
6. Kalbe Farma	3.400	3425	3500	3500	3350	3250
7. Dharmala Intiland	3.500	3500	3500	3425	3400	3400
8. Duta Pertiwi Realty	1.000	975	975	975	950	975
9. Bank Bira	3.300	3275	3325	3275	3275	3350
10. Lippo Bank	2.375	2350	2325	2325	2325	2400
11. Lippo Securities	1.725	1700	1700	1650	1625	1600
12. Bakrie & Brother	1.050	1075	1050	1025	1025	1025
13. Matahari Putra Prima	4.750	4900	5000	4900	4975	4800
14. Mulia Industrindo	1.475	1500	1425	1300	1325	1300
15. Sona Topas Tourism Ind.	1.750	1750	1725	1700	1675	1700

SUMBER : *DIARY STATISTICS, JAKARTA STOCK EXCHANGE, 1996 dan 1997*
 Catatan : TPD+1, artinya satu hari setelah tanggal pengumuman dividen, dan seterusnya

TABEL 6.3
ACTUAL RETURN SAHAM SAMPEL
SETELAH PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(dalam persentase)

Kelompok Dividen Naik	TPD	TPD+1	TPD+2	TPD+3	TPD+4	TPD+5
1. Tambang Timah	0,0000	0,0000	0,6061	-0,6024	-1,8182	0,0000
2. Barito Pasific Timber	0,0000	0,0000	-2,3810	1,2195	0,0000	0,0000
3. Semen Gresik	-0,4717	-0,9479	-0,9569	2,8986	0,4695	1,8692
4. Apac Centertex	0,0000	-3,2258	6,6667	-3,1250	0,0000	3,2258
5. Astra Internasional	1,4599	1,4388	0,0000	0,7092	2,4648	4,4674
6. Gudang Garam	-1,0025	-3,0380	0,0000	0,0000	4,4386	2,0000
7. Mayora Indah	8,0000	1,8519	-1,8182	0,0000	5,5556	-1,7544
8. Duta Anggada Realty	0,0000	0,0000	1,0753	-2,1277	0,0000	3,2609
9. Mulialand	-0,8197	-0,8264	-1,6667	0,8475	-1,6807	-2,5641
10. Indosat	1,1194	-1,1070	-1,1070	-0,3731	0,3745	-0,3731
11. Telekom Indonesia	-1,3699	-1,3889	-2,1127	1,4388	-0,7092	-1,4286
12. Bank Duta	6,7568	1,2659	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
13. Lippo Life Insurance	-0,8403	-0,8475	-3,4188	0,8850	0,8772	-0,8696
14. Bimantara Citra	3,1250	0,7576	0,7519	-0,7463	0,0000	-0,7519
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	1,0870	0,0000	0,0000	0,0000	-1,0753	0,0000
Kelompok Dividen Turun						
1. Asahimas Flat Glass						
2. Indocement Tunggal Pks.	-2,7778	4,2857	3,4247	0,0000	3,3113	0,0000
3. Gajah Tunggal	2,1739	0,0000	-2,1277	4,3478	-2,0833	0,0000
4. HM Sampoerna	7,5472	0,0000	-0,2506	0,5025	1,7500	-2,2113
5. Indofood Sukses Makmur	-3,0172	-0,8889	0,4484	0,0000	1,7857	-0,8772
6. Kalbe Farma	4,6154	0,7353	2,1898	0,0000	-4,2857	-2,9851
7. Dharmala Intiland	0,0000	0,0000	0,0000	-2,1429	-0,7299	0,0000
8. Duta Pertiwi Realty	5,0000	-2,5000	0,0000	0,0000	-2,5641	2,6316
9. Bank Bira	3,1250	-0,7576	1,5268	-1,5038	0,0000	2,2901
10. Lippo Bank	1,0638	-1,0526	-1,0638	0,0000	0,0000	3,2258
11. Lippo Securities	0,0000	-1,4493	0,0000	-2,9412	-1,5152	-1,5385
12. Bakrie & Brother	-2,3256	2,3810	-2,3256	-2,3810	0,0000	0,0000
13. Matahari Putra Prima	3,2609	3,1579	2,0408	-2,0000	1,5306	-3,5176
14. Mulia Industrindo	-1,6667	1,6949	-5,0000	-8,7719	1,9231	-1,8868
15. Sona Topas Tourism Ind.	2,9412	0,0000	-1,4286	-1,4493	-1,4706	1,4925

SUMBER : *DIARY STATISTICS, JAKARTA STOCK EXCHANGE, 1996-1997* (diolah)
Catatan : TPD+1, artinya satu hari setelah tanggal pengumuman dividen, dan seterusnya

Untuk kelompok saham yang dividen tunainya turun, pada tanggal pengumuman dividen (TPD) tampak bahwa kenaikan harga saham secara harian, tertinggi terjadi pada saham HM Sampoerna, di mana *actual return*-nya sebesar 7,55%, urutan kedua saham Duta Pertiwi Realty sebesar 5,00% dan terendah Saham Lippo Bank sebesar 1,06%. Penurunan terbesar harga saham harian terjadi pada saham Indofood Sukses Makmur, dengan *actual return* sebesar -3,02% dan terkecil adalah Mulia Industrindo sebesar -1,67%. Saham yang harganya secara harian tetap tidak mengalami perubahan adalah saham Dharmala Intiland dan Lippo Securities, di mana *actual return*-nya secara harian sama dengan nol.

Mulai dari tanggal pengumuman dividen (TPD+1) sampai dengan 5 hari setelah tanggal pengumuman dividen (TPD+5), ternyata tidak satupun ditemui bahwa perubahan harga saham secara harian mempunyai arah pergerakan yang sama dalam waktu yang bersamaan. Maksudnya, untuk kelompok sampel yang dividen tunainya naik, tidak pernah terjadi dalam waktu yang bersamaan, besarnya *actual return* seluruh saham sampel adalah positif, demikian pula kelompok saham sampel yang dividennya turun, tidak pernah terjadi dalam waktu yang bersamaan besarnya *actual return* seluruh saham adalah negatif. Kenyataan ini menunjukkan bahwa informasi naik-turunnya dividen tunai tidak menimbulkan pergerakan harga saham dalam arah yang sama dalam waktu yang bersamaan. Gambaran selengkapnya, naik-turunnya harga saham dan besarnya *actual return* saham secara harian, mulai dari saat pengumuman dividen sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen dapat dilihat pada Tabel 6.2 dan Tabel 6.3.

6.1.4 *Expected Return* Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen.

Untuk mengestimasi naik-turunnya harga saham suatu hari dibandingkan hari sebelumnya (*expected return*), jika tidak ada pengumuman dividen, digunakan model indeks pasar (*single index market model*) yaitu $ER_{it} = a + \beta R_{Mt}$. Dalam model ini berusaha menjelaskan bahwa naik-turunnya *return* suatu saham (*individual return*) dipengaruhi oleh perubahan pasar (*market return*). *Individual return* (R_{it}) suatu saham diidentifikasi sebagai variabel tergantung yang besar kecilnya dipengaruhi oleh *market return* (R_{Mt}). *Individual return* diperoleh dari hasil selisih harga saham suatu hari (P_{it}) dengan harga saham satu hari sebelumnya ($P_{i,t-1}$) dibagi harga saham satu hari sebelumnya ($P_{i,t-1}$). *Market return* (R_{Mt}) diperoleh dari hasil selisih indeks harga saham gabungan suatu hari ($IHSG_t$) dengan indeks harga saham gabungan satu hari sebelumnya ($IHSG_{t-1}$) dibagi dengan indeks harga saham gabungan satu hari sebelumnya ($IHSG_{t-1}$). Untuk mengestimasi besarnya *return* jika tidak ada informasi perubahan besarnya dividen yang dibagikan, digunakan data *individual return* (R_{it}) dan *market return* (R_{Mt}) selama 100 hari sebelum tanggal diumumkannya dividen. Harga saham, indeks harga saham gabungan (IHSG), *individual return* (R_{it}) dan *market return* (R_{Mt}) masing-masing saham sampel selama 100 hari sebelum tanggal pengumuman dividen yang dapat dilihat pada Lampiran 1.

Dari hasil uji statistik regresi linier seluruh saham sampel yang diteliti, menunjukkan bahwa hanya terdapat 4 (empat) saham sampel yang *individual return*-nya tidak mempunyai hubungan yang nyata (signifikan) dengan *market return*, sedangkan sisanya 26 saham sampel cukup signifikan. Hal ini ditunjukkan dari hasil uji T, uji satu sisi dengan *level of significant* 5% ($\alpha_{0,05}$) serta *degree of freedom*, $df =$

$n-1 = 99$, diperoleh nilai kritis (T tabel) = 1,6604. Hasil perhitungan komputer program microstat terhadap seluruh saham sampel diperoleh nilai T hitung lebih besar dari nilai kritis (T tabel) serta nilai probabilitas yang lebih kecil dari 5%, kecuali 4 saham sampel yaitu Asahimas Flat Glass, Gajah Tunggal, Dharmala Intiland dan Sona Topas Turism Industry. Dengan demikian 4 (empat) saham sampel tersebut dinyatakan tidak signifikan dan tidak diikutsertakan untuk menghitung besarnya *return* yang diestimasi (*expected return*) pada tanggal pengumuman sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen. Gambaran selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 6.4.

Dengan melihat Tabel 6.4 tampak bahwa 15 saham sampel untuk kelompok dividen naik semuanya memiliki parameter α dan β yang dapat digunakan untuk mengestimasi besarnya *return* (*expected return*) jika tidak ada pengumuman dividen. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitasnya di bawah 5% dan nilai T hitung lebih besar dari T tabel (1,6604). Dengan demikian seluruh saham sampel terpilih untuk kelompok dividen naik, semuanya dapat digunakan untuk mengestimasi besarnya *individual return* (*expected*) pada tanggal pengumuman sampai 5 hari setelah pengumuman dividen. Untuk kelompok dividen turun, dari 15 saham sampel yang ada, terdapat 4 saham sampel diantaranya yaitu Asahimas Flat Glass, Gajah Tunggal, Dharmala Intiland dan Sona Topas Turism Industry memiliki nilai probabilitas lebih besar dari 5% serta nilai T hitung lebih kecil dari T tabel (1,6604). Dengan demikian 4 saham sampel tersebut, parameter α dan β -nya tidak dapat digunakan untuk mengestimasi *return* pada tanggal pengumuman sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen, sedangkan 11 sampel sisanya dapat digunakan untuk estimasi.

TABEL 6.4
REKAPITULASI HASIL UJI STATISTIK REGRESI LINIER SAMPEL PENELITIAN

Sektor/Emiten	a	β	R ²	Nilai t _a	Nilai Prob.	$\alpha_{0,05}$
Kelompok Dividen Naik						
1. Tambang Timah	-0,06750	0,77356	0,04558	2,163	0,03295	Significant
2. Barito Pasific Timber	0,19809	1,26784	0,12426	3,729	0,00032	Significant
3. Semen Gresik	-0,34646	1,02011	0,14734	4,115	0,00008	Significant
4. Apac Centertex	-0,05470	1,21777	0,09448	3,198	0,00187	Significant
5. Astra Internasional	0,19782	0,60280	0,11287	3,531	0,00063	Significant
6. Gudang Garam	-0,27702	1,99778	0,41751	8,381	0,00000	Significant
7. Mayora Indah	0,18095	0,97376	0,05597	2,410	0,01780	Significant
8. Duta Anggada Realty	0,01876	0,45991	0,04172	2,066	0,04151	Significant
9. Mulialand	0,05607	0,65505	0,06541	2,619	0,01022	Significant
10. Indosat	-0,03210	0,64888	0,16170	4,348	0,00003	Significant
11. Telekomunikasi Indonesia	-0,14497	1,18177	0,38810	7,884	0,00000	Significant
12. Bank Duta	0,11176	0,48953	0,05833	2,464	0,01549	Significant
13. Lippo Life Insurance	0,18227	0,81934	0,05619	2,415	0,01757	Significant
14. Bimantara Citra	0,10288	0,86894	0,11191	3,514	0,00067	Significant
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	-0,02896	1,17394	0,04148	2,059	0,04212	Significant
Kelompok Dividen Turun						
1. Asahimas Flat Glass	-0,13908	0,18381	0,00286	0,531	0,59695	Unsignifcant
2. Indocement Tunggak Pks.	-0,01596	0,87471	0,11323	3,537	0,00062	Significant
3. Gajah Tunggal	0,14489	0,45922	0,02685	1,644	0,10331	Unsignifcant
4. HM Sampoerna	-0,50025	1,57278	0,28940	6,318	0,00000	Significant
5. Indofood Sukses Makmur	0,23308	0,81685	0,08716	3,059	0,00286	Significant
6. Kalbe Farma	0,02900	1,28747	0,30171	4,267	0,00005	Significant
7. Dharmala Intiland	-0,01910	-0,02162	0,00026	-0,158	0,87468	Unsignifcant
8. Duta Pertiwi Realty	-0,55751	2,22435	0,07656	2,850	0,00532	Significant
9. Bank Bira	0,09940	0,80564	0,15068	4,170	0,00007	Significant
10. Lippo Bank	-0,00185	1,14544	0,14741	4,116	0,00008	Significant
11. Lippo Securities	0,42146	1,68485	0,13707	3,945	0,00015	Significant
12. Bakrie & Brother	0,09419	1,39696	0,11823	3,625	0,00046	Significant
13. Matahari Putra Prima	0,40828	1,14992	0,11223	3,520	0,00066	Significant
14. Mulia Industindo	-0,50256	2,10559	0,09954	3,291	0,00139	Significant
15. Sona Topas Tourism Inds.	0,54967	0,07084	0,00036	0,187	0,85223	Unsignifcant

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 2)

Berdasarkan hasil parameter a dan β tersebut diatas (Tabel 6.4) dengan menggunakan bantuan komputer program Lotus123, dihitung besarnya *expected return* (ER_{it}), yaitu estimasi naik-turunnya harga saham suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya, mulai 5 hari sebelum pengumuman dividen sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen. Estimasi naiknya harga saham suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya menunjukkan besarnya *expected return* (ER_{it}) yang positif, sedangkan estimasi turunnya harga saham suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya menunjukkan besarnya *expected return* (ER_{it}) yang negatif. Hasil estimasi di mana harga saham suatu hari dibandingkan satu hari sebelumnya tetap tidak mengalami perubahan menunjukkan bahwa *expected return* (ER_{it}) sama dengan nol. Perhitungan *expected return* (ER_{it}) masing-masing saham sampel dapat dilihat pada Lampiran 3 dan 4, sedangkan rekapitulasinya dapat dilihat pada Tabel 6.5 dan Tabel 6.6

6.1.4.1 *Expceted Retrn* Sebelum Pengumuman Dividen.

Dilihat dari naik-turunnya harga saham secara harian, berdasarkan estimasi jika tidak ada pengumuman dividen tampak pada Tabel 6.5. Pada tabel tersebut tampak bahwa, untuk kelompok saham sampel dividen naik, satu hari sebelum pengumuman dividen (TPD-1), kenaikan harga saham tertinggi dicapai oleh Apac Centertex yaitu sebesar 1,13% dan terendah Semen Gresik 0,10%. Penurunan harga saham terbesar Mulialand, yaitu sebesar -1,05% dan terkecil Duta Anggada Realty, yaitu sebesar -0,04%.

TABEL 6.5
EXPECTED RETURN SAHAM SAMPEL
SEBELUM PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(dalam persentase)

Kelompok Dividen Naik	TPD-1	TPD-2	TPD-3	TPD-4	TPD-5
1. Tambang Timah	-0,56299	-0,35909	1,17896	0,36934	0,02957
2. Barito Pasific Timber	-0,90318	1,51786	0,87438	-0,21949	1,22339
3. Semen Gresik	0,19768	-0,68245	0,47850	-0,37597	0,62718
4. Apac Centertex	1,13238	1,25797	1,21935	0,58266	0,20680
5. Astra Internasional	0,38778	0,48367	-0,04068	-0,01996	0,46211
6. Gudang Garam	0,78864	-0,93501	1,33858	-0,33481	1,162977
7. Mayora Indah	-0,24122	0,05933	-0,66489	1,19459	0,70037
8. Duta Anggada Realty	-0,03868	-0,38073	0,49752	0,26409	-0,13271
9. Mulialand	-1,05319	-0,10509	-0,15983	0,26216	0,66127
10. Indosat	0,12671	-0,42971	-0,23395	0,13034	-0,30316
11. Telekom Indonesia	0,13331	0,80759	0,58754	0,71987	0,74675
12. Bank Duta	0,26603	0,34391	-0,08193	-0,06510	0,32640
13. Lippo Life Insurance	1,03516	0,61932	-0,08758	0,84486	0,15857
14. Bimantara Citra	0,31554	-0,42957	-0,16743	0,22040	-0,26010
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	-0,09778	-0,09180	0,04730	-0,06801	-0,15005
Kelompok Dividen Turun					
1. Asahimas Flat Glass	-	-	-	-	-
2. Indocement Tunggal Pks.	-0,12520	-0,77574	0,89456	0,45062	-0,30404
3. Gajah Tunggal	-	-	-	-	-
4. HM Sampoerna	1,19509	1,14521	-1,18213	-0,69670	-1,86642
5. Indofood Sukses Makmur	0,13106	-0,47646	1,08338	0,66880	-0,03595
6. Kalbe Farma	1,41683	1,37600	-0,52919	-0,13181	-1,08936
7. Dharmala Intiland	-	-	-	-	-
8. Duta Pertiwi Realty	-0,83532	-2,48963	1,75794	0,62899	-1,29010
9. Bank Bira	0,74877	0,59875	0,68896	0,70729	0,29656
10. Lippo Bank	0,50036	-0,25901	-0,79928	-0,21958	0,60754
11. Lippo Securities	2,18420	-0,30901	0,21102	-1,04206	2,17533
12. Bakrie & Brother	0,53441	0,75664	-0,45853	-0,41050	0,70668
13. Matahari Putra Prima	-0,59058	1,60529	1,02166	0,02955	1,33821
14. Mulia Industrindo	1,65877	1,80858	1,69628	1,08761	-1,33253
15. Sona Topas Tourism Ind.	-	-	-	-	-

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 3 dan 4)

Catatan : TPD-1 artinya satu hari sebelum tanggal pengumuman dividen

Untuk kelompok dividen turun, satu hari sebelum pengumuman dividen (TPD-1), kenaikan harga saham tertinggi dicapai oleh Lippo Securities yaitu sebesar 2,18% dan terendah Indofood Sukses Makmur sebesar 0,13%. Penurunan harga terbesar dialami oleh Duta Pertiwi Realty sebesar -0,84% dan terkecil dialami oleh Indocement Tunggal Perkasa yaitu sebesar -0,13%.

Selama 5 hari sebelum pengumuman dividen, diestimasikan harga saham Tambang Timah akan mengalami penurunan selama dua hari yaitu satu hari sebelum tanggal pengumuman dividen (TPD-1) sebesar -0,56% dan dua hari sebelum pengumuman dividen (TPD-2) sebesar -0,35%. Pada hari ke tiga, ke empat dan ke lima sebelum tanggal pengumuman dividen, harga saham Tambang Timah akan mengalami kenaikan, masing-masing sebesar 1,18%, 0,37% dan 0,03%. Gambaran selengkapnya naik-turunnya harga saham sebelum pengumuman dividen berdasarkan estimasi jika tidak ada pengumuman dividen, dapat dilihat pada Tabel 6.5

6.1.4.2 *Expceted Return* Setelah Pengumuman Dividen.

Naik-turunnya harga saham setelah pengumuman dividen berdasarkan estimasi jika tidak ada pengumuman dividen tampak pada Tabel 6.6. Dengan melihat Tabel 6.6 dapat diketahui bahwa untuk kelompok dividen naik, pada tanggal pengumuman dividen (TPD), diestimasikan kenaikan harga saham tertinggi akan dicapai oleh saham Gudang Garam yaitu sebesar 1,80%, urutan ke dua adalah saham Mayora Indah sebesar 1,20% dan terendah Barito Pasific Timber sebesar 0,04%.

TABEL 6.6
EXPECTED RETURN SAHAM SAMPEL
PADA TANGGAL DAN SETELAH PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(dalam persentase)

Kelompok Dividen Naik	TPD	TPD+1	TPD+2	TPD+3	TPD+4	TPD+5
1. Tambang Timah	-0,64492	-0,57424	-1,10901	-0,41148	0,01154	0,41251
2. Barito Pasific Timber	0,03975	-0,35157	1,52453	1,56474	1,17781	1,12481
3. Semen Gresik	0,71544	-1,23257	-0,47388	-0,78873	0,72080	0,75316
4. Apac Centertex	0,29838	0,83541	0,12825	0,17840	0,41161	0,49770
5. Astra Internasional	0,49261	0,77315	0,18038	0,68529	-0,00071	0,51936
6. Gudang Garam	1,80260	-2,01237	-0,52655	-1,14316	1,81311	1,87647
7. Mayora Indah	1,19971	1,23060	0,93341	0,89270	0,32724	0,36734
8. Duta Anggada Realty	-0,18063	0,49994	0,51452	0,46709	-0,07327	0,35493
9. Mulialand	0,09254	-0,30128	0,10876	0,19396	0,46535	0,48342
10. Indosat	0,45752	0,44276	0,37011	0,49093	0,12070	-0,08248
11. Telekom Indonesia	-0,23673	0,58911	-1,81900	0,73493	-0,43332	-0,61081
12. Bank Duta	0,35117	0,57900	0,09760	0,50764	-0,04947	0,37289
13. Lippo Life Insurance	-0,52943	0,07993	-0,17295	1,03947	1,06546	0,81541
14. Bimantara Citra	0,75854	0,73878	0,64148	0,80328	0,30749	0,03541
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	0,05353	0,02586	0,05611	0,13704	-0,03399	0,11171
Kelompok Dividen Turun						
1. Asahimas Flat Glass	-	-	-	-	-	-
2. Indocement Tunggal Pks.	-0,39518	0,89916	0,92690	0,83669	-0,19099	0,62339
3. Gajah Tunggal	-	-	-	-	-	-
4. HM Sampoerna	1,03288	-0,81498	0,64934	-0,26397	-0,19920	0,10199
5. Indofood Sukses Makmur	-0,12106	1,08768	1,11358	1,02934	0,06962	0,83014
6. Kalbe Farma	1,02390	0,97007	0,22243	0,27545	0,52200	-0,43937
7. Dharmala Intiland	-	-	-	-	-	-
8. Duta Pertiwi Realty	-1,52186	1,76964	1,84019	1,16134	1,06834	-0,22333
9. Bank Bira	0,28910	0,03684	0,59983	-1,04181	0,69923	-0,41393
10. Lippo Bank	0,41570	-0,45507	0,54134	0,35911	0,55833	1,09142
11. Lippo Securities	2,23763	2,06386	0,08431	1,65299	0,67459	0,74397
12. Bakrie & Brodher	0,77737	1,42750	0,05379	1,22389	-0,36589	0,83935
13. Matahari Putra Prima	0,26465	-0,09027	1,61134	1,64781	1,52921	0,17817
14. Mulia Industrindo	0,16160	-1,42134	-1,21602	-4,77250	-0,47467	-1,95193
15. Sona Topas Tourism Ind.	-	-	-	-	-	-

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 3 dan 4)

Catatan : TPD +1 artinya satu hari setelah tanggal pengumuman dividen

Kelompok saham sampel yang dividen tunainya mengalami kenaikan, ternyata pada tanggal pengumuman dividen diestimasikan terdapat 73,33% atau 11 saham sampel yang harganya mengalami kenaikan dan sisanya 26,67% atau 4 saham sampel mengalami penurunan, yaitu Tambang Timah sebesar -0,64%, Duta Angggada Realty -0,18%, Telkom Indonesia -0,24% dan Lippo Life Insrance -0,53%. Satu hari setelah pengumuman dividen (TPD+1) terdapat 66,67% atau 10 saham yang diestimasikan harganya mengalami kenaikan, dan sisanya 33,33% atau 5 saham mengalami penurunan, diantaranya yaitu Tambang Timah sebesar -0,57%, Barito Pasiofic Timber -0,35%, Semen Gresik -1,23%, Gudang Garam -2,01% dan Mulialand -0,30%.

Dari Tabel 6.6 tampak pula bahwa harga saham Tambang Timah akan mengalami penurunan secara terus-menerus, mulai dari tanggal pengumuman dividen sampai dengan 3 hari setelah pengumuman dividen, berdasarkan hasil estimasi jika tidak ada pengumuman dividen. Saham Barito Pasific Timber hanya akan mengalami penurunan satu kali yaitu pada hari pertama setelah pengumuman dividen. Bimantara Citra, diperkirakan harga sahamnya tidak akan pernah mengalami penurunan sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen.

Untuk kelompok saham sampel dividen turun, dari 11 sampel yang ada, 8 saham atau 72,73% sampel diestimasikan harganya mengalami kenaikan pada tanggal pengumuman dividen dan sisanya 3 saham atau 27,27% sampel mengalami penurunan, yaitu Indocement Tunggal Perkasa sebesar -0,40%, Indofood Sukses Makmur -0,12% dan Duta Pertiwi Realty -1,52%. Satu hari setelah pengumuman dividen, diestimasikan harga saham yang mengalami kenaikan berkurang menjadi 7

saham atau 63,64% dari seluruh sampel, sedangkan sisanya 4 saham atau 36,36% harganya mengalami penurunan, yaitu HM Sampoerna -0,81%, Lippo Bank -0,46%, Matahari Putra Prima -0,09% dan Mulia Industrindo -1,42%. Berdasarkan estimasi, harga saham Lippo Securities tidak akan pernah mengalami penurunan sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen. Sedangkan HM Sampoerna, sejak tanggal pengumuman dividen hingga 5 hari setelah pengumuman dividen, diestimasikan akan mengalami penurunan harga sebanyak 3 kali, yaitu pada hari pertama, hari ke tiga dan ke empat setelah pengumuman dividen, masing-masing sebesar -0,81%, -0,26% dan -0,20%. Gambaran selengkapnya naik-turunnya harga saham berdasarkan estimasi jika tidak ada pengumuman dividen, dapat dilihat pada Tabel 6.6

6.1.5 *Abnormal Return Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen*

Naik-turunnya harga saham sebagai akibat adanya pengumuman dividen, ditunjukkan oleh besarnya *abnormal return* saham (AR_{it}), yaitu selisih antara *actual return* (R_{it}) dengan *expected return* (ER_{it}) masing-masing saham sampel. Pada sub bab ini akan dijelaskan besarnya *abnormal return* saham (AR_{it}), mulai dari 5 hari sebelum sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen. Hasil perhitungan *abnormal return* (AR_{it}) masing-masing saham sampel ada pada Lampiran 3 dan 4, sedangkan rekapitulasinya ada pada Tabel 6.7 dan Tabel 6.8.

6.1.5.1 *Abnormal Return Saham Sebelum Pengumuman Dividen*

Berdasarkan estimasi jika tidak ada pengumuman dividen, variabilitas *return* (*abnormal return*) saham secara harian tampak pada Tabel 6.7. Satu hari sebelum tanggal pengumuman dividen (TPD-1) dari seluruh saham sampel kelompok dividen naik, hanya terdapat 7 saham sampel atau 46,67% yang *abnormal return*-nya positif, sedangkan 8 saham sampel sisanya atau 53,33% *abnormal return*-nya negatif. Pada hari ke dua sebelum pengumuman dividen (TPD-2), jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya positif bertambah menjadi menjadi 53,33% atau terdapat 8 saham sampel, sedangkan yang *abnormal return*-nya negatif berkurang menjadi 46,67%. Sampai hari ke lima sebelum tanggal pengumuman dividen (TPD-5), jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya positif relatif tidak mengalami perubahan.

Untuk saham sampel kelompok dividen turun, satu hari sebelum tanggal pengumuman dividen (TPD-1) dari seluruh saham, hanya terdapat 3 saham sampel atau 27,27% yang *abnormal return*-nya positif, sedangkan 8 saham sampel sisanya atau 72,73% *abnormal return*-nya negatif. Pada hari ke dua sebelum pengumuman dividen (TPD-2), jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya positif bertambah menjadi menjadi 72,73% atau terdapat 8 saham sampel, sedangkan yang *abnormal return*-nya negatif berkurang menjadi 27,27%. Sampai hari ke lima sebelum tanggal pengumuman dividen (TPD-5), jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya positif relatif berimbang jumlahnya dibandingkan dengan jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya negatif, yaitu masing masing 45,46% dan 54,54%. Gambaran selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 6.7.

TABEL 6.7
ABNORMAL RETURN SAHAM SAMPEL
SEBELUM PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(dalam persentase)

Kelompok Dividen Naik	TPD-1	TPD-2	TPD-3	TPD-4	TPD-5
1. Tambang Timah	-1,14522	0,37693	-2,78775	-0,56469	2,28415
2. Barito Pasific Timber	0,90318	-0,31304	-0,87438	0,21947	-1,22339
3. Semen Gresik	-1,13226	0,21733	-0,01121	-0,54995	-0,62718
4. Apac Centertex	-4,25738	-1,25797	-4,24965	0,58266	3,33180
5. Astra Internasional	1,82663	0,97618	0,04068	0,01996	-0,09581
6. Gudang Garam	-3,94398	-0,02653	-0,12204	-1,10404	-0,41618
7. Mayora Indah	4,40789	2,06833	2,83880	3,35086	1,62521
8. Duta Anggada Realty	-1,02515	0,38073	-1,55015	1,88645	2,33051
9. Mulialand	0,24018	-0,70136	0,97284	-1,06861	0,15173
10. Indosat	0,24923	0,42971	0,61131	1,40223	3,05906
11. Telekom Indonesia	0,55635	-0,11315	-1,95740	-0,03021	-0,74675
12. Bank Duta	-1,59941	-2,94119	4,13590	1,43501	-1,67780
13. Lippo Life Insurance	-1,03516	-0,61932	0,08758	-1,67819	-0,98501
14. Bimantara Citra	-0,24474	3,83856	0,31107	3,08300	2,11264
15. Putra Sejahtera Pioncerindo	0,09778	0,09180	-0,04730	0,06801	-0,92522
Kelompok Dividen Turun					
1. Asahimas Flat Glass	-	-	-	-	-
2. Indocement Tunggal Pks.	-1,91561	-1,22426	6,24830	3,25308	-3,26739
3. Gajah Tunggal	-	-	-	-	-
4. HM Samporna	2,72648	0,27524	2,33156	-1,82431	-1,38561
5. Indofood Sukses Makmur	-0,98576	1,33853	1,11926	2,04614	0,94920
6. Kalbe Farma	-1,41683	3,46271	0,52919	-1,45549	0,30196
7. Dharmala Intiland	-	-	-	-	-
8. Duta Pertiwi Realty	-4,16468	2,48963	-1,75794	-0,62899	1,29010
9. Bank Bira	-0,74877	0,18860	-1,47017	-0,70729	2,10337
10. Lippo Bank	-1,55300	1,32284	-1,28406	0,21958	-2,64836
11. Lippo Securities	-2,18420	-1,11956	-0,21102	-0,36639	-2,17533
12. Bakrie & Brother	1,84654	-5,30210	0,45853	2,73608	-0,70668
13. Matahari Putra Prima	3,96136	1,28485	-0,44024	-0,02955	1,04275
14. Mulia Industrindo	-1,65877	1,63969	-1,69628	-2,78252	-1,94615
15. Sona Topas Tourism Ind.	-	-	-	-	-

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 3 dan 4)

Catatan : TPD -1 artinya satu hari sebelum tanggal pengumuman dividen

6.1.5.2 *Abnormal Return Saham Setelah Pengumuman Dividen*

Berdasarkan estimasi jika tidak ada pengumuman dividen, besarnya *abnormal return* saham setelah pengumuman dividen tampak pada Tabel 6.8. Dengan melihat Tabel 6.8 tampak bahwa pada tanggal pengumuman dividen (TPD) maupun satu hari setelah tanggal pengumuman dividen (TPD+1), dari seluruh saham sampel kelompok dividen naik, hanya terdapat 8 saham sampel atau 53,33% yang *abnormal return*-nya positif, sedangkan 7 saham sampel sisanya atau 46,67% *abnormal return*-nya negatif. Bahkan sampai dengan hari ke lima setelah tanggal pengumuman dividen (TPD+5), jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya positif berkurang menjadi menjadi 33,33% atau hanya terdapat 5 saham sampel.

Dengan melihat Tabel 6.8, tampak bahwa mulai dari tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (TPD+5), ternyata tidak satu haripun ditemui bahwa seluruh saham sampel kelompok dividen naik, *abnormal return*-nya positif secara bersama-sama. Pada tanggal pengumuman dividen (TPD), *abnormal return* saham yang paling besar dicapai oleh Bank Duta yaitu sebesar 6,41%, namun pada tanggal tersebut pula *abnormal return* saham Gudang Garam ternyata negatif sebesar -2,80%. Sejak tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan lima setelah pengumuman dividen (TPD+5), tidak satupun saham sampel ditemui memperoleh *abnormal return* positif secara terus-menerus. Saham Gudang Garam merupakan saham yang paling lama memperoleh *abnormal return* yang positif setelah pengumuman dividen, yaitu selama 4 secara terus-menerus mulai hari ke dua sampai hari ke lima setelah tanggal pengumuman dividen.

TABEL 6.8
ABNORMAL RETURN SAHAM SAMPEL
PADA TANGGAL DAN SETELAH PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(dalam persentase)

Kelompok Dividen Naik	TPD	TPD+1	TPD+2	TPD+3	TPD+4	TPD+5
1. Tambang Timah	0,74641	0,65504	1,95239	-0,15776	-1,92036	-0,62050
2. Barito Pasific Timber	-0,03975	0,35157	-3,90549	-0,34523	-1,17781	-1,12481
3. Semen Gresik	-1,18713	0,28470	-0,48306	3,68729	-0,25132	1,11600
4. Apac Centertex	0,29838	-4,06121	6,53841	-3,30340	-0,41161	3,72351
5. Astra Internasional	0,96724	0,66570	-0,18038	0,02393	2,46550	3,94800
6. Gudang Garam	-2,80511	-1,02560	0,52655	1,14316	2,62553	0,12353
7. Mayora Indah	6,80029	0,62125	-2,75160	-0,89270	5,22831	-2,12173
8. Duta Anggada Realty	0,18063	-0,49994	0,56075	-2,59475	0,07327	2,90594
9. Mulialand	-0,91221	-0,52517	-1,77543	0,65350	-2,14602	-3,04752
10. Indosat	-0,08299	0,67664	-1,47712	-0,86407	0,25384	-0,29065
11. Telekom Indonesia	-1,13314	-1,97800	-0,29368	0,70392	-0,27590	-0,81777
12. Bank Duta	6,40561	0,68687	-0,09760	-0,57064	0,04947	-0,37289
13. Lippo Life Insurance	-0,31090	-0,92739	-3,24585	-0,15452	-0,18827	-1,68497
14. Bimantara Citra	2,37044	0,02576	0,13204	-1,55231	-0,23547	-0,67424
15. Putra Sejahtera Pioneerindo	1,03343	-0,02586	-0,05611	-0,13706	-1,04128	-0,11171
Kelompok Dividen Turun						
1. Asahimas Flat Glass	-	-	-	-	-	-
2. Indocement Tunggal Pks.	-2,38260	3,38655	2,49775	-0,83669	3,50225	-0,62339
3. Gajah Tunggal	-	-	-	-	-	-
4. HM Sampoerna	6,51429	0,81498	-0,89997	0,76648	1,94920	-2,31329
5. Indofood Sukses Makmur	-2,89618	-1,97657	-0,66515	-1,02934	1,71609	-1,70733
6. Kalbe Farma	3,59148	-0,23478	1,96735	-0,27545	-4,80772	-2,54571
7. Dharmala Intiland	-	-	-	-	-	-
8. Duta Pertiwi Realty	6,78505	-4,26964	1,84019	1,16134	-3,63244	2,85491
9. Bank Bira	2,83594	-0,79444	0,92694	-0,46200	-0,69923	2,70406
10. Lippo Bank	1,47953	-0,59756	-1,60517	-0,35911	-0,55833	2,13439
11. Lippo Securities	-2,23763	-3,51314	-0,08431	-4,59416	-2,18974	-2,28243
12. Bakrie & Brother	-3,10295	0,95345	-2,37937	-3,60484	0,36589	-0,83935
13. Matahari Putra Prima	2,99622	3,24816	0,42947	-3,64787	0,00143	-3,69579
14. Mulia Industrindo	-1,82827	3,11626	-3,78398	-3,99943	2,39775	0,06514
15. Sona Topas Tourism Ind.	-	-	-	-	-	-

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 3 dan 4)

Catatan : TPD +1 artinya satu hari setelah tanggal pengumuman dividen

Untuk kelompok saham sampel yang dividen tunainya mengalami penurunan, tampak bahwa pada tanggal pengumuman dividen (TPD) maupun satu hari setelah tanggal pengumuman dividen (TPD+1), dari seluruh saham sampel kelompok dividen turun, hanya terdapat 5 dari 11 saham sampel atau 45,46% yang *abnormal return*-nya negatif, sedangkan 6 saham sampel sisanya atau 54,54% *abnormal return*-nya positif. Bahkan, pada tanggal pengumuman dividen (TPD), terjadi adanya *abnormal return* positif yang sangat besar yaitu saham Duta Pertiwi Realty dan HM Sampoerna masing--masing sebesar 6,79% dan 6,51%. Pada hari ke dua setelah pengumuman dividen (TPD+2), jumlah saham sampel yang *abnormal return*-nya negatif bertambah menjadi 54,55%. Bahkan, pada hari ke tiga setelah pengumuman dividen (TPD+3), 81,82 % dari seluruh saham sampel yang dividen tunainya mengalami penurunan, *abnormal return*-nya negatif sedangkan 18,18% sisanya *abnormal return*-nya positif. Gambaran selengkapnya *abnormal return* masing-masing saham mulai dari tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (TPD+5) dapat dilihat pada Tabel 6.8.

6.2 Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis

Sebagaimana disebutkan terdahulu bahwa dalam tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui; (1) apakah peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* secara signifikan, (2) apakah informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* yang berbeda secara signifikan dibandingkan dengan informasi dividen turun dan (3) apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen. Berkenaan

dengan tujuan penelitian tersebut di atas, maka dalam sub bab ini akan dijelaskan hasil analisis dari masing-masing model yang diajukan dalam membuktikan hipotesis penelitian.

6.2.1 Pengaruh Peristiwa Pengumuman Dividen Terhadap Rata-rata *Abnormal Return* Saham

Sebagaimana disebutkan dalam hipotesis pertama penelitian ini yang menyatakan, diduga peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan. Model yang digunakan adalah uji rata-rata dengan nilai yang dihipotesiskan *sama dengan nol* (*hypothesis tests for means; mean versus hypothesized value*). Dengan model ini dimaksudkan untuk mengetahui; apakah informasi naiknya dividen tunai akan menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham positif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Begitu sebaliknya informasi turunnya dividen tunai akan menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol.

Hasil perhitungan *abnormal return* masing-masing saham sampel mulai sejak tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 hari setelah tanggal pengumuman dividen (TPD+5) dapat dilihat pada Lampiran 3 dan 4 sedangkan rekapitulasinya ada pada Tabel 6.6. Dari hasil perhitungan *abnormal return* seluruh saham sampel, dilakukan uji statistik yaitu uji rata-rata *abnormal return* (AAR) saham dengan nilai yang dihipotesiskan sama dengan nol (*hypothesis tests for means; mean versus hypothesized value*) sebagaimana terlihat pada Lampiran 5 dan 6, sedangkan rekapitulasi hasil uji statistik terdapat pada Tabel 6.9 dan Tabel 6.10.

(a) Hasil uji rata-rata *abnormal return* (AAR) saham untuk kelompok dividen naik.

Dari hasil uji statistik rata-rata *abnormal return* saham untuk kelompok saham sampel dividen naik, yaitu emiten yang membayarkan dividen tunai tahun 1997 lebih tinggi dari tahun sebelumnya (dividen naik), diperoleh rata-rata *abnormal return* saham (AAR_t) dengan standar deviasi sebagaimana tampak pada Tabel 6.9. Berdasarkan *level of significant* 5% ($\alpha_{0,05}$) serta *degree of freedom*; $df = n-1 = 14$ uji satu sisi (kanan) diperoleh T tabel (nilai kritis) sebesar 2,1448. Sedangkan hasil uji statistik rata-rata *abnormal return* saham menunjukkan bahwa besarnya nilai T hitung sejak tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (TPD+5), seluruhnya lebih kecil dibandingkan T tabelnya (nilai kritis), demikian pula nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05.

Dengan demikian berarti :

H_0 : yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, diterima.

H_a : yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, ditolak dan tidak terbukti kebenarannya.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari uji statistik ini adalah informasi naiknya dividen tunai tidak mempunyai makna yang cukup signifikan sehingga tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham positif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, ditolak dan tidak terbukti kebenarannya.

TABEL 6.9
REKAPITULASI HASIL UJI STATISTIK
RATA RATA *ABNORMAL RETURN* (AAR) SAHAM
DENGAN ADANYA PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(KELOMPOK DIVIDEN NAIK)

Tanggal Kejadian (<i>Event Date</i>)	AAR (%)	Standard Deviasi	Nilai t_t	Nilai Prob.	$\alpha_{0,05}$
Tanggal Pengumuman Dividen (TPD)	0,8221	2,6314	1,2100	0,1232	Unsignifcant
1 Hari setelah TPD	-0,3384	1,2961	-1,0111	0,1646	Unsignifcant
2 Hari setelah TPD	-0,3037	2,4618	-0,4779	0,3201	Unsignifcant
3 Hari setelah TPD	-0,2865	1,6177	-0,6859	0,2520	Unsignifcant
4 Hari Setelah TPD	0,2032	1,9072	0,4126	0,3431	Unsignifcant
5 Hari setelah TPD	0,0633	2,0482	0,1198	0,4532	Unsignifcant

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 5)

Sebagaimana terlihat pada Tabel 6.9, bahwa pada tanggal pengumuman dividen serta hari ke empat dan hari ke lima setelah pengumuman dividen, rata-rata *abnormal return* saham menunjukkan tanda positif, namun nilai probabilitasnya jauh diatas 10%. Hal ini menunjukkan, jika H_0 di mana $AAR_t > 0$ diterima, maka akan terjadi kesalahan menolak H_0 di mana $AAR_t \leq 0$ dengan tingkat kesalahan jauh diatas 10%. Kenyataan ini memberikan arti bahwa, meskipun naiknya dividen tunai pada hari tersebut memberikan muatan informasi yang positif, namun tidak diikuti dengan naiknya *abnormal return* secara bersama-sama oleh seluruh saham sampel. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tanggal tersebut pengaruh pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* yang positif secara signifikan.

Di samping itu, pada hari ke satu (TPD+1), hari ke dua (TPD+2) dan hari ke tiga (TPD+3) setelah pengumuman dividen, menunjukkan rata-rata *abnormal return* yang negatif, namun nilai probabilitasnya jauh di atas 15%. Hal ini menunjukkan, jika H_0 di mana $AAR_t \leq 0$ diterima, maka akan terjadi kesalahan menolak H_0 di mana

AAR_t > 0 dengan tingkat kesalahan jauh diatas 15%. Kenyataan ini memberikan arti bahwa, meskipun naiknya dividen tunai pada hari tersebut memberikan muatan informasi yang positif (sebagaimana diasumsikan), namun tidak diikuti dengan naiknya *abnormal return* secara bersama-sama oleh seluruh saham sampel. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tanggal tersebut pengaruh pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* yang positif secara signifikan.

(b) Hasil uji rata-rata *abnormal return* (AAR) saham untuk kelompok dividen turun.

Dari hasil uji statistik rata-rata *abnormal return* saham untuk kelompok emiten yang membayarkan dividen tunai tahun 1997 lebih rendah dari tahun sebelumnya (dividen turun), diperoleh rata-rata *abnormal return* saham (AAR_t) dengan standar deviasi sebagaimana tampak pada Tabel 6.10. Berdasarkan *level of significant* 5% ($\alpha_{0,05}$) serta *degree of freedom*, $df = n-1 = 10$ uji satu sisi (kiri) diperoleh T tabel (nilai kritis) sebesar -2,2281. Sedangkan hasil uji statistik rata-rata *abnormal return* saham menunjukkan bahwa besarnya nilai T hitung sejak tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (TPD+5), seluruhnya lebih besar dibandingkan T tabelnya (nilai kritis), kecuali pada hari ke 3 setelah pengumuman dividen (TPD+3). Demikian pula nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05, kecuali pada hari ke 3 setelah pengumuman dividen (TPD+3) nilai probabilitasnya lebih kecil dari 0,01. Dengan demikian berarti :

H_0 : yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, ditolak.

H_a : yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, diterima.

Kenyataan ini memberikan arti bahwa informasi turunnya dividen tunai dibandingkan tahun sebelumnya mempunyai makna yang cukup signifikan bagi para investor. Meskipun mengalami keterlambatan 3 hari setelah pengumuman dividen, harga saham seluruh sampel bereaksi secara signifikan sesuai kandungan informasi yang ada, sehingga dengan adanya informasi dividen turun menimbulkan *abnormal return* negatif secara signifikan. Kesimpulan yang dapat ditarik dari uji statistik ini adalah informasi turunnya dividen tunai mempunyai makna yang cukup signifikan sehingga menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, diterima dan terbukti kebenarannya.

TABEL 6.10
REKAPITULASI HASIL UJI STATISTIK
RATA RATA ABNORMAL RETURN (AAR) SAHAM
DENGAN ADANYA PENGUMUMAN DIVIDEN DI BEJ TAHUN 1997
(KELOMPOK DIVIDEN TURUN)

Tanggal Kejadian (<i>Event Date</i>)	AAR (%)	Standard Deviasi	Nilai t_a	Nilai Prob.	$\alpha_{0,05}$
Tanggal Pengumuman Dividen (TPD)	1,0686	3,7425	0,9470	0,1830	Unsignifificant
1 Hari setelah TPD	0,0121	2,6234	0,0153	0,4940	Unsignifificant
2 Hari setelah TPD	-0,4942	1,8886	-0,8679	0,2029	Unsignifificant
3 Hari setelah TPD	-1,7458	1,8437	-3,1405	5,250E-03	Significant
4 Hari Setelah TPD	-0,1777	2,5778	-0,2286	0,4119	Unsignifificant
5 Hari setelah TPD	-0,5681	2,2623	-0,8328	0,2122	Unsignifificant

SUMBER: HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 6)

Dengan melihat Tabel 6.10, tampak bahwa pada hari ke dua, ke empat dan ke lima setelah tanggal pengumuman dividen, rata-rata *abnormal return* saham menunjukkan tanda negatif, namun nilai probabilitasnya jauh di atas 15%. Hal ini menunjukkan, jika H_1 di mana $AAR_t < 0$ diterima, maka akan terjadi kesalahan menolak H_0 di mana $AAR_t \geq 0$ dengan tingkat kesalahan jauh diatas 15%. Kenyataan ini memberikan arti bahwa, meskipun turunnya dividen tunai pada hari tersebut memberikan muatan informasi yang negatif (sebagaimana diasumsikan), namun tidak diikuti dengan turunnya *abnormal return* secara bersama-sama oleh seluruh saham sampel. Namun pada hari ke 3 (tiga) setelah pengumuman dividen ternyata terjadi rata-rata *abnormal return* negatif dengan nilai probabilitas jauh di bawah 1%. Hal ini menunjukkan, jika H_1 di mana $AAR_t < 0$ diterima, dan H_0 di mana $AAR_t \geq 0$ ditolak, akan terjadi kesalahan menolak H_0 jauh di bawah 1%. Kenyataan ini memberikan arti bahwa, informasi turunnya dividen tunai cukup bermakna bagi para investor dalam memberikan muatan informasi yang negatif, yang ditunjukkan oleh besarnya rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol, meskipun reaksi tersebut mengalami keterlambatan sampai 3 (hari) hari setelah pengumuman dividen.

6.2.2 Perbedaan Pengaruh Antara Informasi Dividen Naik dan Informasi Dividen Turun Terhadap Rata-rata *Abnormal Return* Saham

Sebagaimana disebutkan dalam hipotesis ke dua bahwa diduga informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun. Oleh karena itu, dalam uji ini dimaksudkan

untuk mengetahui perbedaan pengaruh informasi tersebut terhadap rata-rata *abnormal return* saham. Model yang digunakan dalam pengujian ini adalah uji beda diantara rata-rata dua kelompok (*difference between two group means*). Hasil uji beda diantara diantara rata-rata dapat dilihat pada Lampiran 7 dan rekapitulasinya tampak pada Tabel 6.11

TABEL 6.11
REKAPITULASI HASIL UJI STATIKTIK
BEDA DI ANTARA RATA RATA ABNORMAL RETURN (AAR) SAHAM
KELOMPOK DIVIDEN NAIK DAN DIVIDEN TURUN DI BEJ TAHUN 1997

Kelompok Dividen Naik			
<i>Event Date</i>	Sampel	AAR (%)	Standard Deviasi
TPD s/d TPD+5	90	0,0267	2,0298
Kelompok Dividen Turun			
<i>Event Date</i>	Sampel	AAR (%)	Standard Deviasi
TPD s/d TPD+5	66	-0,3175	2,6083
Beda di antara rata-rata kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun			
Beda AAR	Std.Err	T Hitung	Prob.
0,3442	0,3714	0,9267	0,1778

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 7)

Catatan:TPD +5 maksudnya 5 (lima) hari setelah tanggal pengumuman dividen (TPD)

Dari hasil uji statistik beda di antara rata-rata *abnormal return* saham kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun seluruh sampel selama 6 hari, yaitu mulai dari tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen (TPD+5), diperoleh hasil bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan di antara rata-rata *abnormal return* saham kelompok dividen naik (AAR_{dn}) dengan kelompok dividen turun (AAR_{dt}) sebagaimana tampak pada Tabel 6.11. Perhitungan ini didasarkan pada *level of significant* 5% ($\alpha_{0,05}$) serta *degree of freedom*, $df = n-2 = 154$ uji satu sisi (kanan) diperoleh T tabel (nilai kritis) sebesar

1,6449. Sedangkan hasil uji statistik beda diantara rata-rata *abnormal return* dua kelompok diperoleh T hitung lebih kecil dibandingkan T tabelnya (nilai kritis), demikian pula nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05.

Dengan demikian :

H_0 : yang menyatakan bahwa informasi dividen naik tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun, diterima.

H_a : yang menyatakan bahwa informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun, ditolak.

Hal ini berarti, hipotesis yang menyatakan bahwa informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun tidak terbukti kebenarannya.

6.2.3 Perbedaan Antara Rata-rata *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pengumuman Dividen

Sebagaimana disebutkan dalam hipotesis ke tiga bahwa diduga ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen. Oleh karena itu, dalam uji ini dimaksudkan untuk mengetahui perbedaan di antara rata-rata kelompok *abnormal return* saham sebelum pengumuman dividen dan kelompok *abnormal return* saham sesudah pengumuman dividen. Model yang digunakan dalam pengujian ini adalah uji beda di antara rata-rata

dua kelompok (*difference between two group means*). Hasil uji beda di antara rata-rata dapat dilihat pada Lampiran 8 dan 9 dan rekapitulasinya tampak pada Tabel 6.12

Dari hasil uji statistik beda di antara dua rata-rata yaitu kelompok *abnormal return* saham sebelum pengumuman dividen (AAR_{before}) dengan kelompok *abnormal return* saham setelah pengumuman dividen (AAR_{after}), diperoleh hasil sebagai berikut;

(a) Hasil uji statistik kelompok dividen naik

Rata-rata *abnormal return* saham selama 5 (lima) hari setelah pengumuman dividen (AAR_{after}) adalah sebesar -0,1324% dengan standar deviasi sebesar 1,8685%, sedangkan rata-rata *abnormal return* saham selama 5 (lima) hari sebelum pengumuman dividen (AAR_{before}) adalah sebesar 0,0707% dengan standar deviasi sebesar 1,7852%. Beda di antara rata-rata *abnormal return* saham selama 5 (lima) hari setelah tanggal pengumuman dividen (AAR_{after}) dan selama 5 (lima) hari sebelum tanggal pengumuman dividen (AAR_{before}) adalah sebesar -0,2031% dengan standar kesalahan 0,2984% sebagaimana tampak pada Tabel 6.12. Berdasarkan *level of significant* 5% ($\alpha_{0,025}$) serta *degree of freedom*, $df = n-2 = 148$ uji dua sisi diperoleh T tabel (nilai kritis) sebesar $\pm 1,6649$. Sedangkan hasil uji statistik beda di antara dua kelompok rata-rata *abnormal return* diperoleh T hitung sebesar -0,8222, berada dalam rentang nilai kritis (T tabel), serta nilai probabilitasnya 0,2174 lebih besar dari 5%.

Dengan demikian:

H_0 : yang menyatakan tidak ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen, diterima

H_1 : yang menyatakan ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen, ditolak

Hal ini berarti, hipotesis yang menyatakan ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen tidak terbukti kebenarannya.

(b) Hasil uji statistik kelompok dividen turun

Rata-rata *abnormal return* saham selama 5 (lima) hari sebelum pengumuman dividen (AAR_{before}) adalah sebesar $-0,0708\%$ dengan standar deviasi sebesar $2,1402\%$, sedangkan rata-rata *abnormal return* saham selama 5 (lima) hari setelah pengumuman dividen (AAR_{after}) adalah sebesar $-0,5947\%$ dengan standar deviasi sebesar $2,2639\%$. Beda di antara rata-rata *abnormal return* saham selama 5 (lima) hari setelah dan 5 (lima) hari sebelum pengumuman dividen adalah sebesar $-0,5240\%$ dengan standar kesalahan $0,4201\%$ sebagaimana tampak pada Tabel 6.12. Berdasarkan *level of significant* 5% ($\alpha_{0,025}$) serta *degree of freedom*, $df = n-2 = 108$ uji dua sisi diperoleh T tabel (nilai kritis) sebesar $\pm 1,6449$. Sedangkan hasil uji statistik beda di antara dua kelompok rata-rata *abnormal return* diperoleh T hitung sebesar $1,4049$, berada dalam rentang nilai kritis (T tabel), dengan nilai probabilitas $0,1075$ lebih besar dari 5% .

Dengan demikian :

H_0 : yang menyatakan tidak ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen, diterima

H_2 : yang menyatakan ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen, ditolak

Hal ini berarti, hipotesis yang menyatakan ada perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen tidak terbukti kebenarannya.

TABEL 6.12
REKAPITULASI HASIL UJI STATISTIK
BEDA DI ANTARA RATA RATA ABNORMAL RETURN (AAR) SAHAM
SEBELUM DAN SETELAH PENGUMUMAN DIVIDEN
KELOMPOK DIVIDEN NAIK DAN KELOMPOK DIVIDEN TURUN

Kelompok Saham Sampel	Rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum pengumuman dividen		Rata-rata <i>abnormal return</i> setelah pengumuman dividen		Beda rata-rata <i>Abnormal return</i> (%)	Std.Err	T Hitung	Prob.
	AAR (%)	Standard Deviasi	AAR (%)	Standard Deviasi				
Div naik	0,0707	1,7852	-0,1324	1,8685	-0,2031	0,2984	0,8222	0,2486
Div.turun	-0,0708	2,1402	-0,5947	2,2639	-0,5240	0,4201	1,4049	0,1075

SUMBER : HASIL PERHITUNGAN STATISTIK (LAMPIRAN 8 dan 9)

6.3 Pembahasan

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari para investor dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun, tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, bahkan mungkin sebagian besar dari informasi yang ada adalah informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Akibatnya, para investor harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak (relevan) dijadikan pertimbangan pengambilan keputusannya. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Marston (1996) menemukan dua hal utama penyebab

buruknya informasi, yaitu *pertama* karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*). *Kedua*, karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information content*). Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut.

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. Hal ini disebabkan, dalam kondisi di mana investor dihadapkan pada ketidak-pastian yang tinggi terhadap hasil kegiatan investasinya, maka informasi naik-turunnya dividen tunai dapat dijadikan indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Pemikiran ini timbul karena manajemen (perusahaan) pada umumnya tidak akan mengambil risiko dengan membayar dividen yang tinggi pada suatu waktu tertentu bila menurut estimasi mereka perusahaan tidak mampu mempertahankannya di masa yang akan datang. Oleh karena itu, adanya kenaikan dividen dapat ditafsirkan sebagai tanda optimis pihak manajemen sehubungan dengan keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Demikian pula penurunan dividen dapat ditafsirkan sebagai penurunan keuntungan di masa yang akan datang.

Sebagaimana disebutkan terdahulu (Bab V), bahwa tanggal pengumuman besarnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997, dari seluruh sampel penelitian ini sebagian besar (66,67%) dilakukan pada bulan Juni 1997, dan sisanya bulan Maret, April, Mei, dan Juli 1997. Dengan menggunakan pendekatan muatan informasi yang terkandung pada naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan, maka munculnya informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997, diperkirakan harga saham akan bereaksi secara cepat dalam merefleksikan kandungan informasi (*information content*) tersebut, sehingga akan menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham positif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Begitu sebaliknya, jika muncul informasi turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997, diperkirakan akan menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Asumsi yang digunakan dalam penelitian ini adalah pasar modal dalam keadaan efisien dan naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan cukup relevan dalam menginformasikan prospek prestasi emiten.

Dari hasil uji statistik rata-rata *abnormal return* saham kelompok emiten yang membagikan dividen tunai tahun 1997 lebih tinggi dibandingkan tahun 1996 (kelompok dividen naik) menunjukkan bahwa dalam rentang waktu 6 hari, yaitu sejak tanggal pengumuman dividen (TPD) sampai dengan 5 (lima) hari setelah pengumuman dividen (TPD+5), diketahui bahwa tidak satupun ditemui besarnya rata-rata *abnormal return* positif yang berbeda secara signifikan dengan nol. Meskipun pada tanggal pengumuman dividen (TPD), hari ke 4 (empat) dan ke 5 (lima) setelah pengumuman dividen terjadi adanya rata-rata *abnormal return* saham yang positif, namun nilai probabilitasnya berkisar 12% hingga 45%. Kenyataan ini memberikan arti bahwa

naiknya dividen tunai tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Bahkan pada hari ke 1 (satu), 2 (dua) dan 3 (tiga) setelah pengumuman dividen terjadi rata-rata *abnormal return* yang negatif dengan nilai probabilitas di atas 15%. Kenyataan ini memberikan arti, meskipun naiknya dividen tunai memiliki muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang, namun reaksi yang terjadi di pasar tidak sesuai dengan kandungan informasi tersebut. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang menyatakan peristiwa pengumuman dividen menimbulkan *abnormal return* secara signifikan, tidak terbukti kebenarannya. Naiknya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Tidak cukup bermaknanya informasi ini bisa disebabkan karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga, yaitu muatan yang terkandung dalam informasi dividen naik tidak relevan dengan prospek meningkatnya pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Namun bisa juga kualitas informasi cukup berharga tetapi pasar modal (BEJ) tidak efisien.

Apabila dilihat dari kualitas informasinya, sebenarnya naiknya dividen tunai tahun 1997 bisa mendukung untuk memberikan muatan informasi yang positif tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Hal ini bisa diketahui dari kinerja finansial emiten sampel penelitian (yang membagikan dividen tunai pada tahun 1997 lebih tinggi dibandingkan tahun 1996; kelompok dividen naik), bahwa pada tahun buku 1996, sebagian besar emiten (86,67%), *operating profit margin*-nya (OPM) mengalami kenaikan (Tabel 5.8 dan Tabel 5.9). Naiknya *operating*

profit margin ini menunjukkan meningkatnya pendapatan operasi bersih emiten dari setiap rupiah penjualannya. Informasi ini mengindikasikan tentang harapan meningkatnya arus kas emiten di masa yang akan datang. Di samping itu, jika dilihat dari *net profit margin*-nya (NPM), juga menunjukkan keadaan yang sama, yaitu 60% emiten mengalami kenaikan. Dengan informasi ini akan semakin memperkuat dugaan adanya muatan informasi yang positif terhadap naiknya dividen yang dibagikan, karena naiknya *net profit margin* ini menunjukkan meningkatnya harapan arus kas yang diperoleh emiten yang berasal dari keuntungan bersih dari setiap rupiah penjualannya.

Muatan informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan emiten juga diperkuat oleh naiknya tingkat keuntungan investasinya (ROI) sebagian besar sampel penelitian, di mana 66,67% emiten (sampel penelitian) pada tahun buku 1996 ROI-nya mengalami peningkatan. Meningkatnya *return on investment* ini memberikan gambaran tentang meningkatnya keuntungan bersih yang diperoleh emiten dari setiap rupiah nilai investasinya. Demikian pula jika dilihat dari besarnya tingkat keuntungan modal sendiri (ROE), juga menunjukkan keadaan yang sama, yaitu 66,67% emiten ROE-nya mengalami kenaikan (Tabel 5.10). Selain itu masih didukung, 60% emiten pada tahun buku 1996, keuntungan per lembar sahamnya (EPS) mengalami kenaikan (Tabel 5.11). Dari semua informasi tersebut, mendukung muatan informasi yang positif dari naiknya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997.

Meskipun secara mikro, indikator-indikator kinerja finansial emiten tahun buku 1996 memungkinkan memberikan muatan informasi yang positif terhadap naiknya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997, namun informasi ini bisa menjadi

kurang berarti jika dilihat secara makro, di mana pada tahun buku 1996 ternyata hampir seluruh sektor, rata-rata keuntungan per lembar sahamnya (EPS) mengalami penurunan di bandingkan tahun 1995 (Tabel 5.4). Kenyataan ini menunjukkan bahwa pada umumnya secara sektoral, kinerja finansial emiten mengalami dilihat dari keuntungan yang bisa diperoleh untuk lembar pemegang saham.

Di samping itu, tidak bermaknanya muatan informasi naiknya dividen tunai dimungkinkan karena derasnya isu yang diterima para pelaku pasar uang dan modal, yaitu terdepresiasinya mata uang Bath Thailand dan Peso Philipina mulai pertengahan tahun 1996 hingga kedua mata uang tersebut didevaluasi pada bulan Juli 1997 yang diperkirakan akan mengimbaskan pada terdepresiasinya mata uang Ringgit Malaysia dan Rupiah Indonesia (Sawitri;1997) serta isu sentral yang terjadi pada tahun 1996 hingga pertengahan tahun 1997, diantaranya tingginya hutang luar negeri swasta yang akan jatuh tempo dan merebaknya isu devaluasi Rupiah hingga krisis nilai tukar Rupiah yang diperkirakan akan mengimbaskan pada turunnya kinerja dunia usaha (Jurnal Pasar Modal; Juli1997). Dari semua informasi tersebut memungkinkan muatan informasi naiknya dividen tunai menjadi kurang bermakna bagi para investor. Hal ini ditunjukkan dengan munculnya informasi naiknya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 tidak mendapatkan respon positif yang cukup berarti dari para investor, yang bisa dilihat dari rata-rata variabilitas *return (abnormal return)* dengan adanya pengumuman dividen tidak menunjukkan angka positif secara signifikan, bahkan pada pada hari ke satu sampai hari ke tiga setelah pengumuman terjadi adanya rata-rata *abnormal return* yang negatif. Dugaan ini didukung pula oleh hasil uji statistik rata-rata *abnormal return* saham untuk kelompok dividen turun yang menunjukkan angka negatif secara

signifikan. Hasil uji statistik ini memberikan arti, bahwa pada periode amatan informasi turunnya dividen tunai lebih bermakna dibandingkan informasi naiknya dividen tunai, sebagaimana disebutkan dalam pembenaran hipotesis yang menyatakan, bahwa peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* secara signifikan, khususnya untuk kelompok dividen turun.

Hasil uji statistik beda di antara rata-rata *abnormal return* saham untuk kelompok dividen naik dengan kelompok dividen turun, ternyata menolak hipotesis yang menyatakan bahwa informasi dividen naik menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen turun. Sedangkan hasil uji rata-rata *abnormal return* saham kelompok dividen turun menunjukkan angka negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol, meskipun terjadi keterlambatan hingga hari ke tiga setelah pengumuman dividen. Kenyataan ini semakin memperkuat dugaan bahwa makna yang terkandung muatan informasi naiknya dividen tunai, tidak mempunyai arti bagi para investor dibandingkan dengan informasi dividen turun. Hal ini bisa dimengerti, karena pada periode amatan ini pasar modal dihadapkan pada informasi yang negatif, yaitu isu depresiasi mata uang Baht Thailand dan Peso Philipina hingga ke dua mata uang tersebut didevaluasi pada tanggal 2 Juli 1997 untuk Baht Thailand dan 11 Juli 1997 untuk Peso Philipina yang diperkirakan akan mengimbas terdepresiasinya Ringgit Malaysia dan Rupiah Indonesia. Di samping itu, isu sentral yang terjadi pada tahun 1996 hingga pertengahan 1997 yaitu besarnya hutang luar negeri swasta yang akan jatuh tempo serta merebaknya isu devaluasi Rupiah hingga krisis nilai tukar Rupiah yang diperkirakan akan mempengaruhi kinerja dunia usaha.

Meskipun demikian, bisa terjadi bahwa tidak bermaknanya muatan informasi naiknya dividen tunai tahun 1997, disebabkan informasi tersebut tidak diperoleh dalam waktu yang bersamaan oleh para investor, sehingga muatan informasi yang terkandung dalam naiknya dividen tunai tersebut terdiskonto. Keadaan ini dimungkinkan bisa terjadi, karena informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan, dapat diduga sebelum pengumuman dividen itu sendiri dipublikasikan. Bagi para investor yang aktif melakukan analisis kondisi fundamental emiten, akan memperoleh informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan jauh lebih awal (yaitu pada saat pengumuman laporan keuangan) dibandingkan mereka yang memperoleh informasi pada tanggal pengumuman dividen. Keadaan ini menjadikan muatan informasi naik-turunnya dividen yang dibagikan terdiskonto, terutama bagi para investor yang memperoleh informasi pada tanggal pengumuman dividen. Ketika investor mengetahui besarnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 --(dari pengumuman dividen yang dipublikasikan lewat Harian Bisnis Indonesia)-- ternyata lebih besar dibandingkan dengan besarnya dividen yang dibagikan tahun 1996, muatan informasi tersebut telah basi. Hal ini disebabkan, ketika investor yang mendapatkan informasi lewat publikasi Harian Bisnis Indonesia bereaksi (membeli saham), mereka sudah terlambat dan harga sudah mulai turun kembali. Turunnya harga saham ini disebabkan mereka yang mampu memperoleh informasi lebih awal, pada saat pengumuman dividen melakukan tindakan ambil untung dengan menjual sahamnya. Apabila hal ini benar, maka timbulnya rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol, pada hari ke 3 (tiga) setelah pengumuman dividen, untuk kelompok dividen turun bukan disebabkan karena

mutan informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen itu sendiri, tetapi karena munculnya informasi lain yang lebih bermakna.

Sebagaimana tampak pada Tabel 5.11, bahwa pada tahun buku 1996, 63,33% emiten, keuntungan per lembar saham (EPS)-nya mengalami kenaikan dibandingkan tahun buku 1995, dan sisanya 37,67% mengalami penurunan. Dari 63,33% emiten yang keuntungan per lembar saham (EPS)-nya mengalami kenaikan, sebagian besar (43,33% diantaranya) dividen per lembar saham (DPS)-nya pada tahun 1997 mengalami kenaikan dibandingkan tahun 1996 dan sisanya 20% mengalami penurunan dalam membagikan dividen tunai tahun 1997. Demikian pula dari 37,67% emiten yang keuntungan per lembar saham (EPS)-nya mengalami penurunan, sebagian besar (30% di antaranya) membagikan dividen yang lebih rendah (DPS turun) pada tahun 1997 dibandingkan tahun 1996 dan 7,67% sisanya membagikan dividen lebih tinggi. Kenyataan ini mengindikasikan bahwa sebagian besar (73,33%) emiten, menaikkan dividen tunai per lembar saham yang dibagikan pada tahun 1997 ketika keuntungan per lembar saham emiten dalam tahun buku 1996 mengalami kenaikan, begitu sebaliknya menurunkan dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 ketika keuntungan per lembar saham emiten dalam tahun buku 1996 mengalami penurunan. Artinya, ketika keuntungan per lembar saham (EPS) yang diperoleh emiten pada tahun buku 1996 mengalami kenaikan, maka dapat diduga sebelumnya bahwa kemungkinan besar dividen yang akan dibagikan pada tahun 1997 akan naik. Begitu sebaliknya ketika keuntungan per lembar saham (EPS) tahun buku 1996 mengalami penurunan, maka kemungkinan besar dividen yang dibagikan pada tahun 1997 akan mengalami penurunan. Meskipun gambaran yang diberikan di sini adalah gambaran setelah

diketahui naik-turunnya dividen yang dibagikan, namun setidaknya dengan gambaran ini dapat menjelaskan bahwa sebagian besar emiten yang keuntungan per lembar saham (EPS)-nya mengalami kenaikan, kemungkinan besar dapat diduga bahwa dividen tunai yang akan dibagikan akan naik, dan begitu sebaliknya. Oleh karena itu, terhadap para investor yang aktif melakukan analisis terhadap kondisi fundamental perusahaan, termasuk di antaranya dengan melihat sejarah pembagian dividen tunainya, mereka akan bisa memperoleh informasi lebih awal dari investor lainnya, sehingga memungkinkan mereka bereaksi lebih awal. Sementara investor lainnya yang tidak aktif, akan memperoleh informasi yang telah terdiskonto. Kenyataan ini mengakibatkan muatan informasi naik-turunnya dividen tidak mempunyai arti atau terdiskonto pada tanggal pengumuman dividen.

Dari hasil uji statistik beda di antara rata-rata kelompok *abnormal return* saham sebelum dan kelompok *abnormal return* saham setelah pengumuman dividen, baik kelompok dividen naik maupun dividen turun menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan. Kenyataan ini memberikan arti banyaknya informasi baru yang masuk diluar informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan dan mempengaruhi pergerakan harga saham baik sebelum maupun setelah pengumuman dividen, sehingga variabilitas *return (abnormal return)* yang terjadi antara sebelum dan setelah pengumuman dividen tidak ada perbedaan secara nyata. Dengan demikian, dari hasil uji statistik ini dapat disimpulkan bahwa naik-turunnya dividen tunai tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek pendapatan emiten di masa yang akan datang. Hasil uji statistik ini memperkuat dugaan kemungkinan terjadinya informasi yang terdiskonto, sehingga menjadikan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan

setelah pengumuman dividen tidak berbeda secara signifikan. Di samping itu, hasil uji statistik ini juga memperkuat dugaan bahwa timbulnya rata-rata *abnormal return* saham negatif yang berbeda secara signifikan dengan nol, pada hari ke 3 (tiga) setelah pengumuman dividen, untuk kelompok dividen turun bukan disebabkan karena mutan informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen itu sendiri, melainkan karena munculnya informasi lain yang lebih bermakna.

Faktor lain yang memungkinkan tidak cukup bermaknanya muatan informasi naik-turunnya dividen tunai adalah para investor kurang memperhatikan faktor fundamental emiten, tetapi lebih memperhatikan sentimen pasar yaitu arah dan pergerakan harga saham untuk memperoleh *capital gains*, sehingga harga saham yang terjadi di bursa tidak bisa mencerminkan prestasi emiten yang sebenarnya. Tampak pada Tabel 5.5, bahwa pada tahun buku 1996, dari seluruh sektor yang ada, rata-rata keuntungan bersih yang diperoleh emiten untuk tiap lembar saham (EPS) mengalami penurunan dibandingkan tahun 1995, kecuali sektor infrastruktur, keuangan dan perdagangan. Dari seluruh sektor yang mengalami penurunan EPS, ternyata indeks harga saham gabungan (IHSG) sektoralnya tidak turun, bahkan mengalami kenaikan pada tahun 1996 dibandingkan tahun 1995. Kenyataan ini menunjukkan bahwa penurunan prestasi emiten, tidak dinilai secara benar oleh pasar yang ditunjukkan naiknya IHSG sektoral. Dari gambaran ini dapat diinterpretasikan bahwa kemungkinan para investor kurang memperhatikan kinerja finansial emiten dan lebih memperhatikan perilaku perubahan harga saham untuk keuntungan jangka pendek yang berupa *capital gains*.

Dugaan tidak cukup bermaknanya muatan informasi naik-turunnya dividen ini juga diperkuat oleh hasil penelitian yang dilakukan Chalimah (1996;144), menyebutkan bahwa para investor pada umumnya kurang memperhatikan faktor fundamental (khususnya kondisi emiten), dalam melakukan transaksi saham di BEJ. Pendapat yang sama juga diungkapkan oleh Kian Gie (1994;28) bahwa pemodal lokal masih merupakan investor jangka pendek, kurang memperhatikan masalah-masalah fundamental perusahaan. Oleh karena itu pendekatan analisis fundamental tidak banyak bermanfaat bagi para pemodal dan analisis saham dalam mengevaluasi saham. Mungkin pendekatan teknikal lebih tepat digunakan, sebab pendekatan ini lebih berorientasi pada faktor-faktor internal pasar, seperti perubahan harga, dari pada faktor-faktor internal (fundamental) emiten.

Tidak bermaknanya muatan informasi naiknya dividen tunai, bisa dimungkinkan karena investor lebih mementingkan besarnya dividen tunai itu sendiri dibandingkan muatan informasinya (naik-turunnya dividen). Hal ini sangat masuk akal karena dividen merupakan penghasilan yang sifatnya pasti, sedangkan harapan memperoleh *capital gains* dengan cara membeli, mempertahankan serta menjual saham melalui analisis fundamental (termasuk muatan informasi dividen naik) dan analisis teknikal masih dihadapkan pada ketidakpastian hasil di masa yang akan datang. Oleh karena itu, para investor akan lebih memperhatikan besarnya dividen tunai dibagikan, dibandingkan muatan informasi naik-turunnya dividen tunai. Sudah barang tentu besarnya *dividend yield*, biaya registrasi dan risiko turunnya harga selama registrasi akan menjadi pertimbangan pula bagi investor. Dalam hal ini peneliti tidak bisa memberikan data untuk menjelaskannya.

Kemungkinan lain adalah pasar tidak bereaksi secara cepat dan akurat atas muatan informasi naik atau turunnya dividen tunai yang dibagikan, karena investor berkeinginan untuk memperoleh dividen sekaligus *capital gains* secara bersama-sama. Hal ini disebabkan investor mempunyai banyak kesempatan waktu, yaitu sejak diumumkan besarnya dividen yang dibagikan hingga tanggal terakhir batas perdagangan untuk bisa memperoleh dividen (*cum dividen*) berkisar hingga 10 hari kerja bursa. Keadaan ini memungkinkan para investor bereaksi lambat, saling menunggu saat yang tepat untuk bereaksi berdasarkan persepsi masing-masing investor tentang harga yang layak bagi suatu saham sehingga mereka dapat meraih *capital gains* sekaligus dividen tunai.

Dari hasil pembahasan tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997 belum efisien setengah kuat. Hal ini bisa diketahui dari hasil pembahasan yang menunjukkan tidak terjadinya rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan pada tanggal pengumuman dividen. Dengan demikian dapat diartikan bahwa harga saham tidak secara cepat dan tepat merefleksi muatan informasi yang terkandung dalam naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 yang diukur dari besarnya rata-rata *abnormal return* saham saat pengumuman dividen. Temuan hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Rusiti, yang menyatakan bahwa BEJ pada periode 1988-1989 dalam keadaan efisien setengah kuat, harga saham merefleksi secara cepat dan tepat seluruh informasi yang relevan. Perbedaan tersebut selain disebabkan karena berbedanya kondisi internal dan eksternal yang dihadapi emiten pada periode amatan, juga disebabkan perbedaan data yang

digunakan. Rusiti menggunakan data harga saham bulanan dan indeks harga saham gabungan bulanan, sedangkan penelitian ini menggunakan data harian.

Hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Efendi yang menyatakan bahwa Bursa Efek Jakarta pada tahun 1996 sudah efisien setengah kuat. Perbedaan ini selain disebabkan berbedanya peristiwa yang digunakan untuk mengukur reaksi harga saham juga disebabkan periode amatannya yang berbeda. Namun hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan Sidharta, yaitu bahwa Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997 belum efisien setengah kuat. Meskipun peristiwa yang digunakan untuk mengukur reaksi harga saham berbeda, di mana Sidharta menggunakan peristiwa pengumuman laba pada tahun 1997, sedangkan penelitian ini menggunakan peristiwa pengumuman dividen pada tahun 1997, namun kesimpulan hasil penelitiannya sama, yaitu bahwa Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997 belum efisien setengah kuat.

BAB VII

KESIMPULAN DAN SARAN

7.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* saham di Bursa Efek Jakarta, dapat disimpulkan bahwa:

- (1) Peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, khususnya untuk kelompok dividen naik. Namun untuk kelompok dividen turun, peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, meski terjadi keterlambatan hingga hari ke 3 (tiga) setelah pengumuman dividen. Kenyataan ini memberikan arti bahwa naiknya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang, sedangkan turunnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek menurunnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Khusus untuk kelompok dividen turun, karena terjadinya peristiwa tersebut mengalami keterlambatan hingga hari ke tiga setelah pengumuman dividen, maka dapat disangsikan bahwa peristiwa tersebut terjadi sebagai akibat informasi turunnya dividen tunai yang dibagikan.
- (2) Informasi dividen naik ternyata tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda secara signifikan dengan informasi dividen 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.
- (3) Tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah pengumuman dividen, baik kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun. Kenyataan ini mengindikasikan banyaknya informasi lain di luar informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan dan mempengaruhi pergerakan harga saham baik sebelum maupun setelah pengumuman dividen, sehingga variabilitas *return* yang terjadi antara sebelum dan setelah peristiwa pengumuman dividen tidak berbeda secara nyata.
- (4) Tidak bermaknanya mutan informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997, diduga disebabkan karena; (i) informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 dapat diduga sebelum pengumuman dividen itu sendiri dipublikasikan, (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 di luar informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 yang diperkirakan mempengaruhi pergerakan harga saham.
- (5) Berdasarkan hasil analisis tersebut dapat disimpulkan informasi naik-turunnya dividen tunai tahun 1997 tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek pendapatan emiten di masa yang akan datang. Dari hasil analisis ini pula dapat disimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta pada periode amatan tahun 1997, belum efisien.

7.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah disebutkan di atas, diajukan beberapa saran sebagai berikut :

- (1) Bagi investor yang mempergunakan informasi dividen sebagai keputusan untuk membeli atau menjual saham, agar lebih berhati-hati dan tetap memperhatikan informasi lain termasuk informasi pergerakan harga saham yang terjadi di BEJ. Hal ini penting karena ada indikasi bahwa Bursa Efek Jakarta belum efisien setengah kuat, sehingga harga saham yang terjadi di pasar belum tentu menunjukkan kondisi fundamental ataupun prestasi yang sebenarnya dicapai emiten.
- (2) Bagi emiten yang berkeinginan untuk menginformasikan prestasi perusahaan sebaiknya tidak melalui informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan, mengingat informasi naik-turunnya dividen tunai memiliki banyak arti dan bisa ditafsirkan berbedabeda muatan informasinya oleh investor.
- (3) Hasil penelitian ini belumlah merupakan hasil penelitian final yang dapat memberikan kesimpulan yang sempurna, karena dalam penelitian ini hanyalah didasarkan pada data sekunder yang diperkirakan dapat digunakan untuk mengukur muatan informasi yang terkandung dalam naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan oleh emiten tahun 1997. Selain itu, dalam penelitian ini digunakan pendekatan bahwa naiknya dividen tunai yang dibagikan oleh emiten, ditafsirkan memiliki muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang, begitu sebaliknya jika dividen tunai yang dibagikan mengalami penurunan. Namun, persepsi investor mungkin bisa berbeda dalam menafsirkan muatan informasi naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan emiten. Hal ini disebabkan ada beberapa faktor yang mempengaruhi

kebijakan dividen, diantaranya posisi likuiditas perusahaan, kebutuhan melunasi hutang, kesempatan investasi yang menguntungkan, adanya perjanjian hutang yang mensyaratkan untuk menahan sebagian atau seluruh laba, batasan kontrak hutang dan sebagainya. Faktor-faktor ini diduga bisa mempengaruhi persepsi investor dalam menafsirkan muatan informasi yang terkandung dalam naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan oleh investor. Adanya perbedaan persepsi ini akan mengakibatkan perbedaan reaksi, sehingga *abnormal return* yang timbul bisa berbeda. Dengan demikian, akan sangat tepat jika penelitian serupa di masa yang akan datang dilengkapi data primer yang bersangkutan dengan muatan informasi naik-turunnya dividen tunai.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonim, 1996-1997, *Diary Statistics, Monthly Statistics, Indonesian Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange*
- _____, 1996 - 1997, *Fact Book*, Bursa Efek Jakarta
- _____, 1997 - 1998, *Laporan Tahunan Bapepam*
- _____, 1997, Tinjauan Pasar Modal, Juli 1997, Fluktuasi Rupiah Mencemaskan dan IHSG Sempat Turun, Tapi Volume Perdagangan Naik 15,26%, *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, Edisi No.07/VII/Juli 1997
- _____, 1998, *Laporan Tahunan Bank Indonesia*
- _____, 1998, The Market in 1997, *Asiaweek, Special Year - End Double Issue*, December 26, 1997 - January 2, 1998
- _____, *Undang-undang Republik Indonesia No.8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal*
- Ball, R., 1992, The Earning- Price Anomaly, *Journal of Accounting and Economics*, 15.
- Ball, R., and P. Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 6.
- Brealey, Richard., Stewart Myers, 1986, *Principles of Corporate Finance, 2nd Edition*, McGraw-Hill Book Co, Singapore
- Beaver, W, 1968, The Information Content of Annual Earnings Announcements: Empirical Research in Accounting, *Journal of Accounting Research* 6.
- Chalimah, 1996, *Pengaruh Informasi Laporan Keuangan Perusahaan Yang Dipublikasikan Terhadap Fluktuasi Harga Saham, Studi Kasus Terhadap 23 Perusahaan Yang Go Public*, Tesis-S2, Program Magister Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Copeland, E. Thomas & J. Fred Weston, 1995, *Managerial Finance 9th ed*, The Dryden Press, USA

- Efendi, Mohamad A., Rachmad Hidayat, 1997, Dampak Kesehatan Presiden terhadap Tingkat Keuntungan Saham, *Majalah Manajemen*, Edisi Januari - Februari.
- Foster, G, 1986, *Financial Statement Analysis, 2th edition*, Printice-Hall, International Inc.
- Foster, G., C.Olsen, and T. Shevlin, 1984, Earning Releases, Anomalies, and The Behavior of Securities Returns, *Accounting Review*, 59.
- Husnan, Suad, 1993, *Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi keempat, Penerbit Liberty, Yogyakarta.
- _____, 1996, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Cetakan kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Ika, Syahrir, 1997, *Kinerja Sektor Industri di Pasar Modal Indonesia, Suatu Tinjauan Prospek Industri Berbasis*, Jurnal Keuangan dan Moneter, BPEK, Jakarta.
- Jones, Charles.P.,1991, *Investment Analysis and Management*, John Wiley & Sons, Inc., New York
- Joy, O.M.,R.H.Litzenberger, and R.W. Mcenally, 1977, The Adjustment of Stock Prices to Announcements, *Journal of Accounting Research*, 29.
- Kolb, Burton A.,1983, *Principles of Financial Management*, Business Publications Inco, Texas
- Kian Gie, Kwik, 1994,Bursa Lesu, Underwriter Hengkang, *Info Pasar Modal*, Edisi April
- Manurung, A.H., 1996, Stock Returns and Earning Announcement on the JSX, *Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya II*.6.
- Marston, Felicia, 1996, "Differences in Information and Common Stokc Returns; Estimation Risk or Unequal Distribution of Information ?", *Fiancial Review*, November.
- Patell, JM, and M.A. Wolfson, 1984, The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earning and Dividend Announcements, *Journal of Financial Economics* 13.
- Petitt, R. Richardson, 1972, *Dividen Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency*, *Journal of Finance*, Vol.27, No.5

- Rielly, F.K., 1989, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 3th edition, The Dryden Press, USA.
- Riphat, Singgih, 1997, *Pengaruh Arus Dana Internasional pada Pasar Modal Indonesia*, BPEK, Jakarta.
- Rusiti, Christina, 1990, *Analisis perilaku Harga Saham di Pasar Modal Indonesia, Periode 1986-1989 Dengan Pendekatan Hipotesis Pasar Modal Efisien*, Thesis S-2, Fakultas Pascasarjana, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang, 1992, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ketiga, Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sawitri, Isma, 1997, *Gejolak Rupiah, Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, edisi no.07/VII/Juli/1997
- Sharpe, W F, and Alexander, G.J., 1995, *Investment*, 5th edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- Sidharta, Utama., Untung Effandi, 1998, *Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta*, *Majalah Usahawan*, Edisi Maret.
- Subiyakto, Haryono, 1995, *Statistika Inferen untuk Bisnis*, BP STIE YKPN, Yogyakarta
- _____, 1994, *Praktikum Statistika dengan Microstat*, BP STIE YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James, 1991, *Fundamentals of Financial Management*, 5th Edition, Prentice-Hall, Inc. USA
- Weston, J.F., E.F. Brigham, 1986, *Essentials of Managerial Finance*, 7th Edition, Hold Rinehold and Winston, USA
- Yuliati, Sri Handaru., Handoyo Prasetyo, Fandy Tjiptono, 1996, *Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi*, Penerbit Andi, Yogyakarta.