

kk

TE 02/03

wul

a

# TESIS

## ANALISIS DAMPAK PENGUMUMAN PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM PERUSAHAAN DI BURSA EFEK JAKARTA (Pengujian Efisiensi Bursa Efek Jakarta Tahun 2000)



MILIK  
PERPUSTAKAAN  
UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA

DILEH :

NOMO WULAN

9913461 M

MANAJEMEN  
CASARJANA  
AIRLANGGA  
S U R A B A Y A

02

**TESIS INI TELAH DISETUJUI  
PADA TANGGAL 21 FEBRUARI 2002**

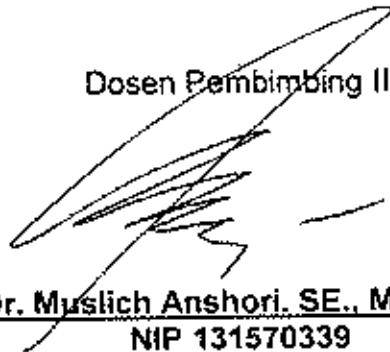
Oleh

Dosen Pembimbing Utama



**Dr. Ida Bagus Made Santika, SE**  
NIP 130531808

Dosen Pembimbing II



**Dr. Muslich Anshori, SE., MSc., Ak**  
NIP 131570339



Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Manajemen  
Program Pascasarjana Universitas Airlangga



**Drs. Sri Gunawan M.Com., DBA**  
NIP 131563420

**Telah diuji pada Ujian Tesis**

**Tanggal 21 Februari 2002**

---

**PANITIA PENGUJI TESIS**

**Ketua . : Prof. V. Henky Supit, Drs. Ec., Ak.**

**Anggota: Dr. IBM. Santika, SE.**

**Dr. H. Muslich Anshori, SE.,MSc.,Ak.**

**Dr. Setyaningsih Soejoso, SE.**

**Prof. Dr. H. Imam Syakir, SE.**

**Prof. Dr. H. Sarmanu, drh.,MS.**

**Ditetapkan dengan Surat Keputusan  
Rektor Universitas Airlangga Surabaya  
Nomor 597/J03.4/PP/2002  
Tanggal 15 Februari 2002**

## UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur kami panjatkan ke hadirat Allah SWT karena dengan segala rahmat, taufiq dan hidayahnya, penyusunan tesis ini dapat diselesaikan. Penulis sadari bahwa tanpa bimbingan, dorongan, bantuan dan kesempatan yang diberikan berbagai pihak maka karya ilmiah ini tidak akan terwujud.

Dengan kesadaran dan ketulusan hati penulis yang paling dalam, saya sampaikan penghargaan, rasa hormat dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada pihak-pihak yang membantu sejak awal proses perkuliahan sampai dengan penulisan tesis ini. Oleh karena itu izinkan saya menyampaikan terima kasih kepada:

**Dr. IBM Santika, SE.** selaku dosen pembimbing utama yang selalu meluangkan waktu dengan sabar untuk membimbing, mendorong dan mengarahkan penulis dengan memberi masukan formal maupun informal, lisan maupun tertulis, berupa pandangan, referensi maupun masukan lain.

**Dr. Muslich Anshori, SE, MSc.,Ak.** Selaku dosen pembimbing II yang selalu meluangkan waktu untuk menerangkan metodologi penelitian tesis ini. Serta menambah wawasan keilmuan penulis.

Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Universitas Airlangga **Drs. Sri Gunawan M.Com.,DBA** dan mantan Ketua Program Studi Ilmu Manajemen **Drs. Tjiptohadi S, M.Ec.,Ph.D.,Ak.** yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk mengikuti program Magister Sains Universitas Airlangga Surabaya.

Staf pengajar di program Pascasarjana Universitas Airlangga khususnya pada minat studi Manajemen Keuangan **Prof. Dr. Maemunah Soeharto SE, Dr. Setyaningsih Soejoso SE, Drs. Made Sudana MS, Drs. Djoní Budiardjo MSi** beserta dosen-dosen lain tanpa terkecuali.

Para panitia penguji tesis Prof. V. Henky Supit, Drs.,Ec.,Ak, Prof. Dr. H. Imam Syakir.,SE, beserta Prof. Dr. H. Sarmanu ,drh., MS. Yang telah berbaik hati meluangkan waktu untuk menguji tesis penulis.

Teman-teman sejawat program Pascasarjana (S2) Ilmu Manajemen Unair angkatan 1999-2000 baik kelas A maupun kelas B tanpa terkecuali. Terutama para sahabat Umi Salamah SPd.,MSi., Ernie Hendrawaty SE.,MSi., Drs. Agus Sukarno MSi., Drs. Komang Winatha MSi., Reza Rahardian SE.,MSi., Nur Afifah SE.,MSi., Ilzar Daud SE.,MSi., Drs.Gendy Priambodo MSi., Tri Siwi Agustina SE.,MSi., Fajar Sodik SE., MSi., Musran Munizu SE., MSi serta mentor terhebat yang dikenal penulis Muhammad Nafik ST.,SE.,MSi.

Sahabat-sahabat terbaik penulis Tri Mustika Wardhani ST.,SIP., yang dengan kesabarannya menemani penulis mendapatkan data, Berliana Wardianty SE dengan kebaikannya bersedia mengedit isi tesis ini, Novi Indriyanti ST, Nova Yuniarti Dewi ST, Nini Retno Wulan SE.,MM yang selalu mendorong penulis untuk cepat menyelesaikan tesis. Semoga persahabatan ini kekal untuk selamanya.

Dan yang terpenting Keluarga penulis: Bapak, Ibu, kakak dan kakak ipar beserta adik dan para keponakan yang memberi dorongan serta dukungan baik moril maupun materil kepada penulis untuk menyelesaikan pendidikan.

Semoga Allah SWT membalas budi baik bapak/ibu dan saudara/ sekalian serta selalu melimpahkan rahmat dan hidayahnya kepada kita semua.....Amin

Surabaya Mei 2002

## RINGKASAN

Penelitian ini menguji dampak pengumuman pembayaran dividen tunai terhadap abnormal return saham perusahaan-perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000. Penelitian ini sekaligus menguji efisiensi Bursa Efek Jakarta dalam bentuk pasar setengah kuat. Pengumuman pembayaran dividen tunai emiten yang berisi informasi kenaikan atau penurunan nominal pembayaran dapat digunakan sebagai signal positif maupun negatif dari emiten untuk investor. Nominal pembayaran dividen tunai yang naik diartikan sebagai signal positif karena pengumuman tersebut menaikkan ekspektasi investor tentang pendapatan masa depan perusahaan emiten. Sebaliknya pengumuman pembayaran dividen tunai yang nominalnya lebih rendah dari tahun sebelumnya dianggap investor sebagai signal negatif karena investor mempunyai ekspektasi bahwa emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan di masa depan.

Model penelitian ini menggunakan *event study* yang digunakan pertama kali oleh Brown dan Warner (1980). Penelitian studi peristiwa umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham, sehingga akan tampak reaksi pada investor terhadap suatu peristiwa. Reaksi pasar diukur dengan menggunakan abnormal return saham. Dalam penelitian, untuk menghitung abnormal return yang terjadi digunakan *event study* dengan metode *Market Adjusted Model*. Setelah itu juga diuji perbedaan abnormal return yang terjadi antara perusahaan yang membayar dividen tunai naik dan turun.

Hasil penelitian menunjukkan: (1) Terdapat abnormal return yang signifikan disekitar pembayaran dividen tunai. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman pembayaran dividen tunai mengandung informasi bagi investor. (2) Terdapat abnormal return positif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen naik. Akan tetapi pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan dalam menyerap informasi. (3) Terdapat abnormal return negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen turun. Akan tetapi pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan dalam menyerap informasi. (4) Tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara perusahaan yang mengumumkan dividen naik dan dividen turun. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum investor Indonesia masih naïve (kurang aktif) dalam menanggapi suatu pengumuman peristiwa.

## ABSTRACT

Research by Aharony and Swary (1980) support the information content of dividends hypothesis that announcements of changes in dividends provide information about firm future. Previous empirical research has established that dividend changes (dividend increase or dividend decrease) are associated with significant abnormal return. This association is rationalized on the basis that the dividend announcement acts as a signal of future firm.

The data consist of a sample of 15 firms that pay dividend increase and a sample of 20 firms that pay dividend decrease. The announcement of dividend increase and decrease are documented by using Market Adjusted Model to estimate the security price reaction to the announcement of dividend change. Security price data and IHSG data are taken from Bursa Efek Jakarta . And Dividend announcements data are taken from Bisnis Indonesia Newspaper. The period from January 1,2000 through December 31, 2000. This research also shows the semistrong efficient market Bursa Efek Jakarta on 2000 year

The results provide the following conclusions : (1) There are significant abnormal return between 10 days before and after dividend announcements.(2) There are significant positive abnormal return between 10 days before and after increase dividend announcements (3) There are significant negative abnormal return between 10 days before and after decrease dividend announcements (4) investors generally do not anticipate large changes in dividend rate.

**Keywords:** Dividends Announcements, Dividends Increase, Dividend Decrease, Market Adjusted Model, Abnormal Return.

# DAFTAR ISI

	Halaman
Sampul Depan .....	i
Sampul Dalam .....	ii
Prasyarat Gelar .....	iii
Persetujuan .....	iv
Penetapan Panitia .....	v
Ucapan Terima Kasih.....	vi
Ringkasan .....	viii
Abstrak .....	ix
DAFTAR ISI .....	x
DAFTAR TABEL .....	xii
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	10
1.3. Tujuan Penelitian.....	11
1.4. Manfaat Penelitian.....	12
<b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA</b>	
2.1. Penelitian Sebelumnya.....	14
2.2. Landasan Teori.....	21
2.2.1. Pengertian Pasar Modal.....	21
2.2.2. Manfaat dan Fungsi Pasar Modal.....	24
2.2.3. Indikator Pasar Modal yang Berkualitas.....	30
2.2.4. Konsep Pasar Modal yang Efisien.....	32
2.2.5. Definisi Pasar Modal yang Efisien.....	37
2.2.6. Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar.....	40
2.2.7. Teori Kebijakan Dividen.....	44
2.2.8. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham.....	46
2.2.9. Dividen Sebagai Pemberi Signal.....	53
2.2.10. Kronologi Pembayaran Dividen.....	56
2.2.11. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk setengah Kuat.....	59
2.2.12. Study Peristiwa.....	60
<b>BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN</b>	
3.1. Kerangka Konseptual.....	63
3.2. Hipotesis Penelitian.....	67
<b>BAB 4 METODE PENELITIAN</b>	
4.1. Rancangan Penelitian.....	68
4.2. Populasi dan Sampel.....	69
4.3. Identifikasi Variabel Penelitian.....	71
4.4. Definisi Operasional Variabel.....	71
4.5. Jenis dan sumber Data.....	74



4.6. Teknik Pengumpulan Data.....	74
4.7. Teknik Analisis.....	75
4.7.1. Teknik Analisis Hipotesis 1.....	75
4.7.2. Teknik Analisis Hipotesis 2.....	78
4.7.3. Teknik Analisis Hipotesis 3.....	81
4.7.4. Teknik Analisis Hipotesis 4.....	84
<b>BAB 5 ANALISIS HASIL PENELITIAN</b>	
5.1. Data Penelitian.....	86
5.1.1. Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta.....	86
5.1.2. Pemilihan Sampel Saham Perusahaan yang Mengumumkan Pembayaran Dividen Tunai.....	91
5.1.3. Pemilihan Sampel Saham Perusahaan yang Mengalami Kenaikan Dividen.....	94
5.1.4. Pemilihan Sampel Saham Perusahaan yang Mengalami Penurunan Dividen.....	96
5.1.5. Harga Saham selama Periode Pengamatan.....	98
5.1.6. Perkembangan IHSG selama Pengamatan.....	99
5.2. Analisis Hasil Penelitian.....	101
5.2.1. Hasil Uji Hipotesis Pertama.....	101
5.2.2. Hasil Uji Hipotesis Kedua.....	103
5.2.3. Hasil Uji Hipotesis Ketiga.....	105
5.2.4. Hasil Uji Hipotesis Keempat.....	108
<b>BAB 6 PEMBAHASAN</b>	
6.1. Pembahasan.....	111
6.1.1. Pembahasan AR yang Signifikan Pada Pembayaran Dividen Tunai.....	111
6.1.2. Pembahasan AR Positif yang Signifikan Pada Pembayaran Dividen Tunai Naik.....	113
6.1.3. Pembahasan AR Negatif pada Pembayaran Dividen Tunai Turun.....	116
6.1.4. Pembahasan Perbedaan AR antara Perusahaan yang membagi Dividen naik dan Turun.....	119
6.2. Perbandingan dengan Penelitian Terdahulu.....	121
6.3. Keterbatasan Penelitian.....	124
<b>BAB 7 SIMPULAN DAN SARAN</b>	
7.1. Simpulan.....	126
7.2. Saran.....	127

**DAFTAR PUSTAKA**  
**DAFTAR LAMPIRAN**

## DAFTAR TABEL

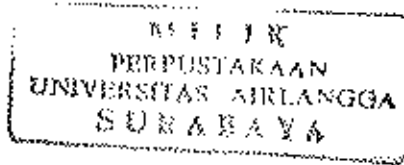
Tabel 4.1. Proses Pemilihan Sampel.....	70
Tabel 5.1. Daftar Emiten yang Membayar Dividen.....	87
Tabel 5.2. Sektor Industri Perusahaan Sampel.....	92
Tabel 5.3. Daftar Emiten yang Mengalami Kenaikan Dividen.....	95
Tabel 5.4. Daftar Emiten yang Mengalami Penurunan Dividen.....	96
Tabel 5.5. Rata-rata Harga Saham Perusahaan Dividen Naik dan Dividen Turun.....	98
Tabel 5.6. Indeks Harga Saham Gabungan Januari-Desember 2000.....	100
Tabel 5.7. Hasil Uji Statistik Perusahaan yang Mengumumkan Pembayaran Dividen Tunai.....	101
Tabel 5.8. Hasil Uji Statistik pada Perusahaan yang mengalami Pembayaran Dividen Naik.....	103
Tabel 5.9. Hasil Uji Statistik pada Perusahaan yang mengalami Pembayaran Dividen Turun.....	106
Tabel 5.10. Hasil Uji Statistik Perbedaan Abnormal Return Antara Perusahaan yang mengalami Dividen Naik dan Dividen Turun.....	109

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Hubungan Kumulatif Tiga Bentuk Efisiensi Pasar.....	43
Gambar 2.2. Return Abnormal Kumulatif dimulai Sepuluh Hari Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Dividen.....	55
Gambar 2.3. Prosedur Pembayaran Dividen.....	58
Gambar 3.1. Kerangka Konseptual Penelitian.....	66
Gambar 5.1. Abnormal Return Pengumuman Pembayaran Dividen.....	103
Gambar 5.2. Abnormal Return untuk Dividen Naik.....	105
Gambar 5.3. Abnormal Return untuk dividen Turun.....	108
Gambar 5.4. Abnormal Return untuk Perbedaan Dividen Naik Dan Dividen Turun.....	110

# BAB 1

## PENDAHULUAN



### 1.1. Latar Belakang

Investasi adalah suatu hal yang mutlak diperlukan dalam perkembangan ekonomi suatu negara. Tandililin (2001) menyatakan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Sedangkan pengertian investasi menurut Jogiyanto (2000) merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Francis (1993) menjabarkan pengertian investasi sebagai berikut : *Investing involves making a current commitment of funds in order to obtain an uncertain future return, it is a risky business that demands information.* Jadi dapat disimpulkan, investasi adalah kegiatan yang melibatkan pengalokasian dana/modal pada suatu metode untuk mendapatkan *return* di masa depan yang tidak pasti, sehingga investasi adalah kegiatan bisnis berisiko yang memerlukan informasi.

Tandililin (2001) menjelaskan bahwa investasi dilakukan karena berbagai alasan, antara lain: (1) Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang. Seseorang yang bijaksana akan melakukan investasi, guna meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang dimasa yang

akan datang. (2) Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam pemilikan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi, (3) Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa negara melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Investasi dikategorikan dalam dua jenis, yaitu *real assets* dan *financial assets*. *Real Assets* adalah aset yang bersifat berwujud seperti tanah, emas, mesin, bangunan dan sebagainya. Sedangkan *financial assets* atau aset keuangan adalah klaim berbentuk surat berharga atas sejumlah aset-aset pihak penerbit surat berharga tersebut. Contoh dari aset keuangan adalah saham maupun obligasi. Investasi dalam bentuk *financial asset* umumnya dilakukan di pasar modal.

Pasar modal adalah tempat bertemunya pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana (perusahaan emiten) dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Dengan adanya pasar modal terciptalah hubungan yang saling menguntungkan atau simbiosis mutualisme antara investor dan emiten. Hal tersebut dikarenakan emiten dapat memperbaiki struktur modal perusahaan dengan dana yang didapatkan dari investor dan investor berkesempatan untuk ikut serta dalam pemilikan dan pengelolaan perusahaan emiten.

Publikasi dan brosur informasi BAPEPAM menjabarkan manfaat yang dapat diperoleh investor dalam berinvestasi di pasar modal antara

lain: (1) Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi, (2) Sebagai pemegang saham investor memperoleh dividen, sebagai pemegang obligasi investor memperoleh bunga tetap ataupun bunga yang mengambang, (3) Mempunyai hak suara dalam RUPS bagi pemegang saham, dan mempunyai hak suara dalam RUPO bagi pemegang obligasi (4) Dapat dengan mudah mengganti instrumen investasi, misal dari saham A ke saham B sehingga dapat meningkatkan keuntungan atau mengurangi risiko, (5) Dapat sekaligus melakukan investasi dalam beberapa instrumen untuk mengurangi risiko. Menyadari besarnya manfaat yang dapat diperoleh dengan berinvestasi di pasar modal maka diperlukan kesadaran berbagai pihak yaitu pemerintah, pelaku pasar maupun masyarakat untuk membenahi serta mengembangkan kualitas pasar modalnya.

**Reilly (1995)** menyatakan bahwa ada beberapa faktor ataupun indikator penentu keberhasilan pengembangan kualitas suatu pasar modal, yaitu: (1) *Timely and accurate information is available on the price and volume of past transactions and on prevailing supply and demand.* Yang dapat diartikan ; Semakin lengkap serta akurat, informasi mengenai sekuritas yang terdaftar dalam bursa dan semakin mudah akses terhadap informasi tersebut, maka pasar modal yang bersangkutan akan semakin baik, (2) *It is liquid, meaning an asset can be bought or sold quickly (has marketability).* Yang dapat diartikan; Dalam pasar modal yang likuid, pembelian atau penjualan suatu sekuritas dapat dilaksanakan dengan cepat, (3) *Transaction cost is low (which implies internal efficiency),*

*meaning that all aspect of the transaction entail low.* Yang dapat diartikan ; Pasar modal akan semakin memiliki efisiensi internal apabila biaya transaksi semakin rendah, (4) *Prices rapidly adjust to new information (which implies external, informational efficiency), meaning that the prevailing price reflects all available information regarding the asset.* Yang dapat diartikan Efisiensi eksternal akan semakin tinggi apabila penyesuaian harga sekuritas terhadap informasi baru semakin cepat. Berdasarkan pemikiran Reilly, jelaslah pasar modal yang efisien hendaknya meliputi faktor-faktor yang terdiri dari efisiensi eksternal maupun efisiensi internal, dan terdapat unsur informasi sehingga akan tercapai suatu likuiditas. Faktor-faktor yang merupakan penentu keberhasilan pengembangan pasar modal perlu mendapat suatu kajian serius, karena bila terjadi ketidakseimbangan dalam hal informasi dan keefisienan pasar modal, maka dana yang terhimpun di pasar modal akan menjadi tidak teralokasi dengan baik.

Berkaitan dengan efisiensi pasar modal, Fama (Jogiyanto: 2000) mendefinisikan pasar modal yang efisien sebagai berikut: *A security market is efficient if security prices fully reflect the information available.* Definisi tersebut dapat diartikan suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Definisi milik Fama ini menekankan pada dua aspek, yaitu *'fully reflect'* dan *'information available'*. Pengertian dari *'fully reflect'* menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Pasar dikatakan efisien jika dengan menggunakan

informasi yang tersedia (*information available*) investor-investor secara akurat dapat mengekspetasi harga dari sekuritas bersangkutan. Beaver (1989) menyempurnakan definisi efisiensi pasar milik Fama dengan memberikan definisi yang didasarkan pada distribusi informasi, sebagai berikut: *The market is efficient with respect to some specified information system, if and only if security prices act as if everyone observes the information system.* Hal ini dapat diartikan bahwa pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Definisi ini secara eksplisit mengatakan bahwa jika setiap orang mengamati suatu sistem informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama. Sedangkan Sharpe (1995) lebih menekankan pengertian efisiensi pasar pada ketidakmampuan seorang investor untuk mendapatkan keuntungan yang berlebihan atau imbalan abnormal, seperti yang diungkapkannya sebagai berikut: *A market efficient with respect to a particular set of information if it's impossible to make abnormal profit by using this set of information to formulate buying and selling decision.* Dari definisi efisiensi pasar oleh Sharpe dapat disimpulkan jika investor masih mendapatkan abnormal return dan didapatkan dalam waktu yang berkepanjangan maka pasar modal tersebut tidak efisien. Berdasarkan berbagai pengertian efisiensi pasar tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara informasi dan harga sekuritas. Pasar modal dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas telah



mencerminkan semua informasi yang tersedia. Harga-harga cepat menyesuaikan bila ada informasi baru dan setelah penyesuaian para investor tidak akan mampu mendapatkan imbalan abnormal dari semua tindakannya.

Husnan (1996) mengklasifikasikan informasi yang dianggap relevan dan mempengaruhi harga sekuritas dalam tiga tipe, yaitu:

- (1) Informasi dalam bentuk perubahan harga di waktu yang lalu,
- (2) Informasi yang tersedia kepada publik (*public information*),
- (3) Informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak (*public and private information*), yang diperoleh dari *insider information*.

Weston, Copeland (1995) membagi efisiensi pasar menjadi tiga kategori dari jenis informasi yang digunakan, yaitu: (1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak Form*) yang mempunyai hipotesa bahwa harga sekuritas saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung di masa lalu atau informasi yang sudah terjadi. Disini tersirat bahwa tidak seorang pun investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan cara mengembangkan pedoman yang didasarkan pada informasi yang lalu, (2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi-strong Form*) yang mempunyai hipotesa bahwa harga sekuritas betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Jadi, tak seorang pun investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi yang dipublikasikan, (3) Efisiensi pasar bentuk kuat (*Strong Form*) mempunyai hipotesa bahwa harga-harga sekuritas benar-benar menggambarkan

seluruh informasi, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

Efisiensi pasar modal telah memotivasi para peneliti untuk melakukan riset dengan berbagai topik. Salah satu riset tersebut dilakukan **Siddharta Utama dan Untung Affandi (Usahawan:1998)** dengan melakukan penelitian untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat pada Bursa Efek Jakarta. Metodologi yang digunakan adalah *event study* dengan *market model* sehingga dapat diketahui kecepatan reaksi harga saham terhadap pengumuman laba bersih perusahaan. Hasil temuan menunjukkan bahwa harga saham bereaksi lambat terhadap pengumuman laba. Keadaan ini mengindikasikan bahwa Bursa Efek Jakarta belumlah efisien dalam bentuk setengah kuat. Dengan berlandaskan pemikiran tersebut maka penelitian saat ini dimaksudkan untuk meneliti efisiensi pasar bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta, namun ditinjau dari sudut pandang yang lain yaitu dengan melihat kecepatan reaksi harga saham terhadap pengumuman dividen. Penelitian-penelitian efisiensi pasar bentuk setengah kuat sangat penting artinya dalam upaya pengembangan kualitas pasar modal di Indonesia. Selain itu juga, pengujian efisiensi pasar modal masih tetap relevan untuk saat ini maupun saat mendatang yang dimaksudkan untuk mengukur kinerja pasar modal efisien secara informasional.

Informasi yang terdapat pada pasar efisien bentuk setengah kuat adalah informasi yang dipublikasikan (*All publicly available information*). Informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi dalam

bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten sehingga hanya berpengaruh terhadap harga sekuritas perusahaan emiten. Contoh informasi yang dipublikasikan adalah laba perusahaan, pemecahan saham, perubahan prinsip-prinsip akuntansi, merger atau akuisisi, perubahan manajemen dan pengumuman dividen.

Dividen adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham sesuai dengan proporsi sahamnya. Weston, Copeland (1997) menjelaskan bahwa terdapat empat kejadian penting yang berkaitan dengan pembayaran dividen, yaitu: (1) Tanggal pengumuman (*declaration date*) yaitu tanggal dimana direksi secara formal mengumumkan dibagikannya dividen (biasanya melalui surat kabar) setelah direksi melakukan RUPS dengan para pemegang saham. (2) Tanggal pencatatan pemegang saham (*holder of record date*) yaitu tanggal untuk menentukan daftar nama pemegang saham sebagai pihak yang berhak menerima dividen pada saat pembayaran dividen dilakukan, (3) Tanggal pemisahan dividen (*ex dividen date*) yaitu tanggal pada saat hak memperoleh dividen dipisahkan dari saham 4 hari sebelum tanggal pencatatan pemegang saham, (4) Tanggal pembayaran (*date of payment*) yaitu tanggal pada saat dividen mulai dibayarkan kepada pemegang saham yang berhak. Pada penelitian ini yang dimaksud dengan pengumuman dividen adalah tanggal dimana direksi perusahaan emiten secara formal mengumumkan dibagikannya dividen (*declaration date*) yang dimuat pada surat kabar Bisnis Indonesia.

Pengumuman pembayaran dividen tunai yang berisi informasi kenaikan atau penurunan pembayaran dividen tunai dapat digunakan sebagai signal positif maupun signal negatif dari emiten untuk investor. Isi deklarasi dari pengumuman dividen yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk membayar dividen, serta jumlah dividen yang dibagikan nominalnya lebih tinggi dari tahun sebelumnya dapat diartikan investor sebagai signal positif, karena pengumuman tersebut menaikkan ekspektasi investor tentang pendapatan masa depan perusahaan emiten. Sebaliknya, pengumuman dividen yang menyatakan pembagian dividen yang nilai nominalnya lebih rendah dari tahun sebelumnya dianggap investor merupakan signal negatif, karena investor mempunyai ekspektasi bahwa perusahaan emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan di masa depan.

Informasi pengumuman pembayaran dividen akan mendapat reaksi dari pasar. Reaksi para pelaku pasar ini terjadi karena informasi yang tersedia perlu diolah lebih lanjut. Untuk mengolah suatu informasi yang dipublikasikan dengan benar, para pelaku pasar harus canggih (*sophisticated*). Jika hanya sebagian saja pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini akan dapat menikmati keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*) disebabkan mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibandingkan dengan kelompok pelaku pasar yang kurang atau tidak canggih (*naïve*). Jika masih ada sekelompok investor yang menikmati abnormal return sebagai akibat adanya informasi yang dipublikasikan dan abnormal return tersebut berlangsung dalam

jangka waktu yang lama maka dapat dipastikan pasar modal tersebut bukan pasar modal yang efisien.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi-strong Form*) atas informasi yang dipublikasikan yaitu pengumuman dividen. Jika pengumuman pembayaran dividen tunai tersebut mengandung suatu informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada sekitar tanggal pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*.

Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh abnormal return dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, maka abnormal return harus bergerak dengan cepat (*quickly*) untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru. Berdasarkan uraian diatas, maka penelitian ini mengambil topik Dampak Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta. (Studi Empiris Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia tahun 2000)

## **1.2. Rumusan Masalah**

Pengumuman pembayaran dividen tunai yang berisi informasi kenaikan atau penurunan pembayaran dividen, dapat dianggap sebagai signal positif maupun negatif dari emiten kepada investor karena dapat memberikan informasi tentang prospek perusahaan emiten. Dengan

adanya informasi tersebut, diperkirakan pasar akan bereaksi dan kemudian merefleksikan kandungan informasi tersebut ke dalam harga saham yang menunjukkan efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Berdasarkan pada latar belakang, maka dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut :

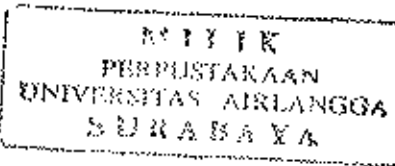
1. Apakah terdapat abnormal return yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai ?
2. Apakah terdapat abnormal return positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai naik ?
3. Apakah terdapat abnormal return negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai turun ?
4. Apakah terdapat perbedaan abnormal return saham yang signifikan antara perusahaan yang mengalami kenaikan dan penurunan pembayaran dividen tunai ?

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Sejalan dengan pemikiran yang telah diuraikan pada latar belakang, maka penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menguji abnormal return yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai.
2. Menguji abnormal return positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai naik.
3. Menguji abnormal return negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai turun.

4. Menguji perbedaan abnormal return yang signifikan antara perusahaan yang mengalami kenaikan dan penurunan pembayaran dividen tunai.



## 1.4. Manfaat Penelitian

### 1.4.1. Bagi Akademik

1. Sumbangan yang diharapkan dari penelitian ini adalah untuk menguji efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan informasi yang dipublikasikan yaitu pengumuman dividen antara perusahaan yang mengalami kenaikan maupun penurunan dividen.
2. Menambah pengetahuan peneliti terutama dalam bidang pasar modal di Indonesia.
3. Dapat digunakan sebagai bahan penelitian lebih lanjut oleh peneliti lain yang mengkonsentrasikan penelitian terutama pada masalah keuangan dan investasi.

### 1.4.2. Bagi Pasar Modal Indonesia

1. Bursa Efek Jakarta dapat meningkatkan *performancenya* sehingga dapat membuat pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*Semi-strong Form*).
2. Sebagai informasi bagi perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dalam melihat dampak pengumuman dividen terhadap harga pasar saham.

3. Emiten dapat mengambil langkah yang tepat dan dapat dipercaya dalam memberikan informasi tentang kinerja dari perusahaannya.
4. Berdasarkan penelitian ini diharapkan para investor dapat mengambil keputusan investasi yang tepat, dengan menggunakan kandungan informasi yang ada dalam pengumuman dividen.



## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. Penelitian Sebelumnya

Pada bagian ini diuraikan mengenai hasil-hasil penelitian sebelumnya yang meneliti tentang pengumuman yang dipublikasikan, yaitu pengumuman dividen. Pengumuman dividen tersebut berfungsi sebagai informasi untuk para investor, karena dapat memberikan signal positif maupun signal negatif dari emiten ke investor.

Oleh karena objek penelitian berbeda, besar kemungkinan akan mempunyai hasil yang tidak sama. Walau demikian, penelitian sebelumnya diharapkan dapat membantu memberikan arah yang jelas mengenai penelitian selanjutnya.

Pengumuman dividen sebagai informasi bagi investor masih merupakan suatu polemik karena beberapa penelitian terdahulu yang menguji kandungan informasi dari dividen, menghasilkan pendapat yang berbeda. Beberapa peneliti menemukan bukti bahwa dividen tidak memiliki kandungan informasi. Penelitian kontra tersebut antara lain dilakukan oleh:

**Watts (1973)** dalam penelitiannya yang berjudul "*The Information Content of Dividends*" menggunakan sampel sebanyak 310 perusahaan dalam periode 1946-1967 untuk menguji kandungan informasi dari dividen. Dengan menggunakan model ekspektasi dividen

oleh Lintner, Watts menemukan nilai *abnormal return* (dihitung dengan menggunakan model pasar) yang **tidak signifikan**.

**Gonedes (1978)** dengan menggunakan model ekspektasi dividen oleh Lintner, membentuk 12 portofolio yang didasarkan pada perubahan laba dan perubahan dividen kas (*cash dividend*) dari 285 perusahaan selama periode 1946-1972. Gonedes menemukan bahwa **dividen tidak membawa informasi**.

Walaupun terdapat penelitian yang membuktikan bahwa dividen tidak mengandung informasi, akan tetapi penelitian selanjutnya menemukan kandungan informasi dari pengumuman dividen. Penelitian tersebut antara lain dilakukan oleh :

**Fama, Fisher, Jensen, dan Roll (1969)** meneliti reaksi pasar dengan adanya pengumuman dividen dengan mengambil sampel 940 saham dari New York Stock Exchange (NYSE) dari tahun 1927-1959. Mereka menemukan bahwa: (1) Secara rata-rata harga saham naik setelah pengumuman dividen, (2) Kenaikan harga disebabkan oleh fakta bahwa investor menganggap terdapat kenaikan dividen dan laba dimasa mendatang, (3) Meskipun pada awalnya harga saham naik setelah adanya pengumuman dividen, namun jika dalam beberapa bulan kemudian tidak ada pengumuman kenaikan laba dan dividen maka harga akan kembali turun pada harga sebelum ada kenaikan dividen.

**Pettit (1972)** melakukan penelitian dengan menggunakan data bulanan dan data harian untuk menyelidiki *abnormal index* dari perusahaan yang mengeluarkan pengumuman dividen. Hasil penelitian

Pettit menyimpulkan bahwa pengumuman dividen merupakan informasi yang substansial bagi investor karena terbukti terdapat penyesuaian harga yang berlangsung cepat pada hari berlangsungnya pengumuman dividen dan beberapa hari sesudahnya. Serta dividen dianggap sebagai informasi untuk memperoleh *future income*.

Aharony dan Swary (1980) melakukan penelitian yang bertujuan menguji apakah pengumuman dividen dan pengumuman earning membawa informasi yang bermanfaat bagi investor. Penelitian Aharony dan Swary ini merupakan penelitian yang lebih teliti dibandingkan dengan penelitian sejenisnya, karena mereka memisahkan antara pengumuman dividen dan pengumuman laba yang kadang-kadang waktunya hampir bersamaan. Data pengumuman dividen dipergunakan jika tidak didahului atau diikuti dengan pengumuman laba dalam jangka waktu sebelas hari perdagangan. Sampel mereka adalah dividen kuartalan yang meliputi 149 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976. Aharony dan Swary menggunakan indeks tunggal untuk memprediksi *abnormal return*. Secara matematis, model indeks tunggal adalah sebagai berikut:

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

Keterangan :  $R_i$  = return sekuritas  $i$ .

$R_m$  = return indeks pasar.

$\alpha_i$  = bagian return sekuritas  $i$  yang tidak dipengaruhi kinerja pasar.

$\beta_i$  = ukuran kepekaan return sekuritas  $i$  terhadap perubahan return pasar.

$e_i$  = kesalahan residual.

Kesimpulan penelitian Aharony dan Swary menunjukkan bahwa:

(1) Dividen mengandung informasi, (2) Pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat, (3) Pasar menyerap informasi tentang pengumuman dividen dengan cepat, (4) Pengumuman perubahan dividen lebih bermanfaat daripada pengumuman laba/earning.

Patell dan Wolfson (1984) melakukan penelitian yang hampir sama dengan Aharony dan Swary, yaitu meneliti pengaruh pengumuman dividen dan pengumuman laba terhadap perilaku harga saham. Patell dan Wolfson menggunakan harga saham *intraday* berbeda dengan Aharony dan Swary yang menggunakan harga saham *interday*. Mereka menemukan bahwa 15 menit setelah pengumuman ada kecenderungan harga lebih kuat dari harga saham normal dan mereka juga menemukan bahwa harga menyesuaikan diri dalam 15 menit, sehingga *abnormal return* tidak terjadi.

Fenomena yang terjadi dari penelitian tersebut adalah (1) Harga bereaksi sangat cepat dengan adanya pengumuman perubahan dividen dan laba, (2) Reaksi harga pada saat pengumuman perubahan dividen serupa dengan reaksi harga pada saat pengumuman laba/earning, baik dalam besar maupun dalam jangka waktunya sehingga pengumuman laba sama pentingnya dengan pengumuman dividen, (3) Apabila tidak ada perubahan dividen secara esensial, harga saham juga tidak berubah.

Oppenheimer dan Dielman (1988) melakukan penelitian yang berjudul *Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: Further Empirical Evidence*. Penelitian yang dilakukan berdasarkan pada riset yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980), dengan mempelajari perusahaan yang membuat pengumuman laba dan dividen selang beberapa hari. Sampel yang diambil adalah : (1) Perusahaan yang tidak melakukan pengumuman laba setelah melakukan pengumuman perubahan dividen selama 10 hari perdagangan, (2) Perusahaan yang melakukan pengumuman laba dan pengumuman dividen pada hari yang sama, dan (3) Perusahaan yang melakukan pengumuman dividen dan kemudian melakukan pengumuman laba dalam jangka waktu kurang 10 hari perdagangan. Penelitian tersebut memperoleh hasil sebagai berikut : (1) Secara umum investor tidak terlalu mengantisipasi perubahan tingkat dividen, (2) Pengumuman dividen menghasilkan dampak yang lebih besar dibandingkan dengan pengumuman laba.

Pujiharjanto (1995) melakukan penelitian tesis yang berjudul "Telaah Pengumuman Dividen dan Pengumuman Earning pada Bursa Efek Jakarta". Penelitian tersebut bertujuan untuk mengetahui reaksi return saham dengan adanya pengumuman dividen dan pengumuman earning di Bursa Efek Jakarta dan dianalisis dengan event study melalui pendekatan model *Mean Adjusted Return*.

Hasil penelitian menunjukkan: (1) Besarnya dividen berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham, (2) Investor lebih menghargai dividen daripada *earning*, (3) Apabila digunakan pendekatan

20 saham dengan volume perdagangan terbesar, maka informasi besarnya dividen dan earning secara signifikan berpengaruh terhadap harga saham, (4) Informasi pengumuman dividen dan earning secara konsisten belum dapat digunakan sebagai informasi yang bermanfaat sebagaimana pada pasar modal yang efisien.

Sukendro (1999) melakukan penelitian tesis dengan tujuan mencari pengaruh pengumuman dividen dan pengumuman earning terhadap harga saham perusahaan di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1992-1997. Kemudian sampel penelitian dianalisis dengan menggunakan analisis regresi dan didapatkan hasil yang tidak signifikan. Dengan demikian dapat disimpulkan kondisi pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta tidak efisien dalam bentuk setengah kuat. Oleh karena itu informasi dividen maupun laba tidak dapat digunakan sepenuhnya oleh investor untuk menilai prospek perusahaan di waktu yang akan datang.

Penelitian saat ini mempunyai kesamaan dengan penelitian terdahulu dalam hal pengujian pasar efisiensi setengah kuat. Namun perbedaan yang paling mendasar adalah jenis informasi yang dipublikasikan, kebanyakan penelitian terdahulu menggunakan pengumuman laba serta pengumuman dividen sebagai informasi yang dipublikasikan. Pada penelitian ini lebih difokuskan pada pengumuman dividen karena dalam beberapa penelitian terbukti bahwa dividen lebih berpengaruh terhadap harga pasar saham dibandingkan dengan laba/earnings.

Penelitian yang dilakukan oleh **Watts, Gonedes, Fama et al., Pettit, Aharony dan Swary, Patell dan Wolfson, Oppenheimer dan Dielman** diadakan di Amerika Serikat, tepatnya di NYSE dan terbukti pasar modal di Amerika efisien. Sedangkan penelitian saat ini dilakukan di Bursa Efek Jakarta yang keefisienan pasar modalnya masih dipertanyakan.

Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh **Pujiharjanto** maupun **Sukendro** terletak pada metode yang digunakan. Penelitian **Pujiharjanto** dalam menghitung return ekspektasi menggunakan metode *Mean Adjusted Model* sedangkan **Sukendro** menggunakan *Market Model* yang kemudian analisis regresi. Pada penelitian kali ini untuk menyempurnakan penelitian yang sudah ada akan digunakan metode *Market Adjusted Model*. Selain itu tahun periode yang diteliti juga berbeda. **Pujiharjanto** meneliti efisiensi pasar modal Indonesia pada tahun 1993 serta membandingkan kenaikan dan penurunan dividen dengan tahun 1991 dan 1992. **Sukendro** meneliti efisiensi pasar modal Indonesia tahun 1997 serta membandingkan kenaikan dan penurunan dividen 1995 dan tahun 1996. Sedangkan penelitian ini menguji keefisienan pasar modal Indonesia pada tahun 2000 serta membandingkan kenaikan dan penurunan dividen dengan tahun 1998 dan tahun 1999 selama krisis ekonomi. Alasan memilih tahun 2000 karena merupakan tahun terbaru pengujian.

## 2.2. Landasan Teori

### 2.2.1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal sangat dibutuhkan untuk menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonominya pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana (*lender*) ke pihak yang membutuhkan dana (*borrower*). Sedangkan fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan para *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Husnan (1998) memberikan definisi pasar modal sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri. Serta instrumen keuangan tersebut dapat diterbitkan oleh pemerintah atau perusahaan swasta.

Tandelilin (2001) menjelaskan pasar modal secara umum dapat diartikan sebagai pasar yang memperjualbelikan produk yang berupa dana yang bersifat abstrak. Sedangkan dalam bentuk konkritnya, produk yang diperjualbelikan di pasar modal berupa lembar surat-surat berharga di bursa efek.

Dengan lebih spesifik Tandelilin menjabarkan definisi dari pasar modal menjadi tiga definisi yaitu: (1) Definisi dalam arti luas adalah sistem keuangan yang terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara dibidang keuangan dan surat berharga, (2) Definisi



dalam arti menengah adalah semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat kredit termasuk saham, obligasi, pinjaman hipotik berjangka, tabungan serta deposito berjangka, (3) Definisi dalam arti sempit adalah tempat pasar terorganisir yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi dengan memakai jasa dari makelar, komisioner dan underwriter (penjamin).

Keppres No.60 tahun 1988 yang dikutip Yulianti (1996) menjelaskan pengertian pasar modal yaitu bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang dalam bentuk efek. Pengertian pasar modal menurut Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 tahun 1995 adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, 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.

Sementara itu Rosenberg (1983) berusaha membedakan pengertian pasar modal (*Stock market*) dengan bursa efek (*Stock Exchange*). Adapun pengertian dari kedua istilah tersebut adalah:

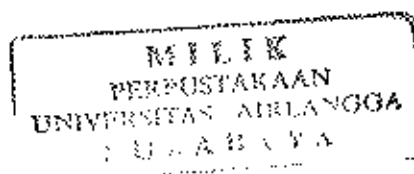
*Stock Market is the place through which the buying and selling of stock for the purpose of profit for both buyers and sellers of the security take place.* Yang dapat diartikan pasar modal adalah suatu tempat dimana pembeli dan penjual saham mempunyai tujuan untuk mencapai laba/profit melalui pembelian dan penjualan sekuritas.

*Stock Exchange is the organization that provides a market for the trading of bonds and stocks. Regulations for the admission of securities for trading on the stock exchanges are very stringent.* Dapat diartikan bursa efek merupakan suatu organisasi yang menyediakan pasar untuk perdagangan obligasi dan saham. Dimana peraturan yang ditetapkan untuk perdagangan sangat ketat.

Sementara itu, Riyanto (1990) menyatakan bahwa pasar modal adalah pasar dalam pengertian abstrak yang mempertemukan calon pemodal (investor) dengan emiten (perusahaan yang menerbitkan surat berharga di pasar modal) yang membutuhkan dana jangka panjang.

Yuliati (1996) mensimpulkan dari berbagai pengertian pasar modal yaitu :

1. Pasar modal bisa berupa pasar dalam artian abstrak atau dalam artian konkrit (sesungguhnya). Dalam artian abstrak, maka perdagangan surat berharga tidak harus terjadi pada suatu tempat tertentu. Sementara itu, pasar modal dalam bentuk konkritnya ialah bursa efek atau yang lebih dikenal dengan istilah *stock exchange*.
2. Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal adalah surat berharga (aktiva financial) jangka panjang.
3. Surat berharga (atau sekuritas) yang diperjual belikan di pasar modal adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk PT (Perseroan Terbatas), baik yang dimiliki swasta maupun pemerintah.



4. Bursa Efek merupakan bentuk konkrit dari pasar modal. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisasi (*A highly organized market*). Disebut demikian karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak yang terkait didalamnya.

### 2.2.2. Manfaat dan Fungsi Pasar Modal

Keberadaan pasar modal nasional menurut Keppres No.52 tahun 1976 (Yuliati:1996) mempunyai manfaat dan fungsi untuk:

1. Mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan-perusahaan swasta, guna menuju pemerataan pendapatan masyarakat.
2. Lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif dalam pembiayaan pembangunan nasional.

Husnan (1996) menjelaskan beberapa manfaat dari pasar modal antara lain :

1. Jika perusahaan dihadapkan pada keterbatasan dana untuk keperluan ekspansi, sedangkan *debt to equity ratio*-nya (perbandingan antara hutang dengan modal sendiri) 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 dalam hal pemenuhan kebutuhan dana, dengan cara 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.

2. Kehadiran pasar modal akan menambah pilihan investasi para pemodal dapat memilih cara investasi yang sesuai dengan preferensi resiko mereka, sehingga kesempatan untuk mengoptimalkan 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 aktiva riil. Di samping itu investasi saham (sekuritas) di pasar modal mempunyai daya tarik lain, yaitu pada

likuiditasnya. Contoh: pemodal dapat membeli saham industri semen hari ini, dan menggantinya kapan dia mau dengan saham industri yang lain.

3. Adanya pasar modal, memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien. Hanya kesempatan-kesempatan investasi yang menjanjikan keuntungan tinggi (sesuai dengan risikonya) yang mungkin memperoleh dana dari para pemodal. Tentu saja analisis para pemodal dalam mengidentifikasi saham mana yang paling menjanjikan bisa saja salah atau kurang tepat, tetapi sejauh analisis dilakukan oleh jumlah orang yang sangat banyak, dan mereka tidak melakukan kolusi, maka hasil analisis tersebut akan cenderung mendekati kebenaran.

Manfaat pasar modal diklasifikasikan menjadi 4 manfaat oleh Sartono (2000) sebagai berikut:

#### a. Manfaat bagi Emiten

1. Jumlah dana yang dihimpun oleh suatu perusahaan bisa berjumlah besar.
2. Dana tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai.
3. Tidak ada "*convenant*" sehingga manajemen dapat lebih bebas dalam pengelolaan dana/perusahaan. Yang dimaksud dengan *convenant* (akad/perjanjian) adalah persyaratan yang dimuat dalam akad kredit dengan memasukkan hal-hal seperti pembatasan

jumlah hutang, pembatasan pembagian dividen, dan persyaratan serupa lainnya.

4. Solvabilitas perusahaan tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan.
5. Ketergantungan emiten terhadap bank menjadi kecil.
6. Cashflow hasil penjualan saham biasanya lebih besar dari harga nominal perusahaan.
7. Emisi saham cocok untuk membiayai perusahaan yang berisiko tinggi.
8. Jangka waktu penggunaan dana tidak terbatas.
9. Tidak dikaitkan dengan kekayaan sebagai jaminan tertentu.
10. Profesionalisme dalam manajemen meningkat.

**b. Manfaat bagi Pemodal / Investor**

1. Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi.
2. Sebagai pemegang saham investor memperoleh dividen. Sebagai pemegang obligasi investor memperoleh bunga tetap ataupun bunga yang mengambang.
3. Mempunyai hak suara dalam RUPS maupun RUPO.
4. Dapat dengan mudah mengganti instrumen investasi misal dari saham A ke saham B sehingga dapat meningkatkan keuntungan sekaligus mengurangi resiko.

**c. Manfaat bagi Lembaga Penunjang Pasar Modal**

1. Dengan berkembangnya pasar modal memberikan manfaat pada lembaga penunjang pasar modal seperti penjamin emisi, akuntan,

konsultan hukum, notaris, perusahaan penilai, biro administrasi efek, guarantor, wali amanat, perantara perdagangan efek dan pedagang efek untuk meningkatkan profesionalisme dalam memberikan pelayanannya sesuai dengan bidang tugas masing-masing.

2. Peran penjamin emisi dalam meningkatkan profesionalismenya terutama dalam bidang pelayanan serta berusaha untuk memperkecil biaya emisi yang selalu dijadikan bahan pertimbangan utama calon emiten untuk *go public*. Selain itu penjamin emisi dapat menjadi pembentuk harga (*market maker*) dengan dibukanya bursa paralel.
3. Akuntan publik dan konsultan hukum secara tidak langsung memanfaatkan pasar modal melalui peranannya membantu calon emiten yang akan go publik seperti mengaudit laporan keuangan, merubah anggaran dasar dan memberikan saran-saran mengenai hal-hal yang berkaitan dengan hukum.
4. Perantara perdagangan efek dan pedagang efek juga dapat mengambil manfaat dari berkembangnya pasar modal, khususnya dalam menarik para calon investor untuk menanamkan dananya pada berbagai alternatif investasi yang tersedia di pasar modal.

#### **d. Bagi Pemerintah**

1. Sebagai sumber pembiayaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) sehingga BUMN tersebut tidak selalu tergantung pada subsidi pemerintah.

2. Manajemen badan usaha menjadi lebih baik. Manajemen dituntut untuk lebih profesional.
3. Meningkatkan pendapatan sektor pajak, penghematan devisa bagi pembiayaan pembangunan serta memperluas kesempatan kerja.

Dari beberapa pendapat, dapat diambil suatu kesimpulan bahwa fungsi pasar modal meliputi:

1. Bagi pemerintah (sektor pembangunan), pasar modal merupakan wahana untuk memobilisasi dana masyarakat (dalam negeri dan luar negeri). Kehadiran pasar modal juga selaras dengan azas demokrasi, yaitu meningkatkan peran serta masyarakat dalam pembangunan dan meratakan hasil-hasil pembangunan. Melalui pasar modal, dana masyarakat akan dialokasikan ke sektor yang paling produktif dan efisien, sehingga akan mempercepat pertumbuhan ekonomi nasional.
2. Bagi dunia usaha, pasar modal merupakan alternatif untuk memperoleh dana segar, yaitu dengan *go public*. Alternatif ini dapat dimanfaatkan untuk memperbaiki struktur modal perusahaan (menghindarkan perusahaan dari *debt equity ratio* yang tinggi) dan meningkatkan nilai perusahaan. Karena dana yang diperoleh perusahaan merupakan dana murah, maka biaya modal perusahaan dapat ditekan. Hal ini berarti kemungkinan untuk melakukan ekspansi akan semakin besar. Keadaan ini akan memberi efek positif bagi penyerapan tenaga kerja, pemanfaatan teknologi dan sumber daya yang ada



3. Bagi investor, pasar modal merupakan salah satu alat penyaluran dana (investasi), selain deposito berjangka dan tabungan (serta investasi pada aset riil). Kehadiran pasar modal akan memperbanyak pilihan investasi, sehingga kesempatan untuk memilih investasi yang sesuai dengan preferensi investor akan semakin besar.

### 2.2.3. Indikator Pasar Modal yang Berkualitas

Untuk menentukan seberapa baik kualitas pasar modal dibutuhkan beberapa indikator sebagai pedoman penilaian. **Reilly (1995)** menyatakan bahwa kualitas suatu pasar modal dapat dilihat dari empat indikator yaitu:

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 atau 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 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. Jadi efisiensi internal dikaitkan dengan besarnya *transaction cost* yang digunakan untuk melakukan pembelian dan penjualan sekuritas.

#### 4. Efisiensi eksternal (*External efficiency*)

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. Dengan perkataan lain, apabila harga saham-saham dipasar 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 dapat disimpulkan bahwa jenis efisiensi ini akan dikaitkan dengan informasi. Efisiensi pasar modal juga merupakan salah satu indikator untuk menentukan kualitas pasar modal. Semakin tinggi derajat efisiensinya, maka kualitas pasar modal tersebut akan semakin baik.

#### 2.2.4. Konsep Pasar Modal yang Efisien

Harjito (1995) menjelaskan tentang kondisi-kondisi yang harus dipenuhi dalam pasar modal efisien, antara lain:

1. Tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas.
2. Semua informasi tersedia secara gratis bagi semua partisipan pasar.
3. Tersedia banyak pembeli dan penjual yang siap untuk mengakses informasi. Semakin banyak penjual dan pembeli di pasar modal, pasar semakin kompetitif, sehingga harga yang wajar bisa terjadi.

4. Tidak ada kerja sama antar penawar dalam melakukan suatu transaksi.
5. Transaksi dilakukan secara jujur.

Apabila pasar modal efisien tercapai maka akan diperoleh banyak manfaat, antara lain :

1. Di dalam pasar modal yang efisien, harga yang terjadi adalah harga yang wajar. Informasi bisa diakses secara cepat dan ukuran yang digunakan tidak bias sehingga investor akan lebih mudah dalam mengambil keputusan pemilihan berbagai alternatif investasi sekuritas yang ditawarkan oleh pasar. Sedangkan emiten akan lebih mudah dalam mengambil keputusan tentang produksi dan investasi.
2. Dalam pasar modal yang efisien, harga saham yang terjadi tidak dapat dipengaruhi oleh seorang pemodal atau sekelompok pemodal tertentu sehingga tidak mungkin terjadi manipulasi harga. Dapat diartikan harga yang terjadi adalah harga yang wajar karena semua pemodal mengetahui informasi-informasi baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.
3. Dapat meningkatkan kepercayaan bagi pemodal untuk menginvestasikan dananya di pasar modal sehingga dapat mendorong perkembangan pasar modal.
4. Pasar modal efisien dapat digunakan oleh para penentu kebijakan dan pihak yang berkepentingan sebagai dasar pengambilan keputusan.

5. Pada pasar modal yang efisien *return actual* investor sama dengan *return ekspetasi* investor. Maka kondisi ini dapat menguntungkan pemodal karena return sesuai dengan resiko.

Pasar modal mungkin saja dapat menjadi efisien secara informasional, apabila faktor-faktor pendukungnya tersedia. Foster (1986) menjelaskan beberapa faktor yang menentukan keefisienan pasar modal, yaitu:

1. Tingkat persaingan antar analis sekuritas di pasar modal. Jumlah analis keuangan yang banyak dan persaingan antar mereka akan membuat harga sekuritas wajar dan mencerminkan semua informasi yang relevan. Para analis akan berupaya untuk memperoleh informasi selengkap mungkin, bahkan jika mungkin lebih lengkap dibandingkan analis yang lain sehingga akan membuat harga sekuritas menjadi wajar.
2. *The law of large number*. Setiap analis individual mungkin membuat kesalahan dalam penilaian atau estimasi mereka. Tetapi apabila kesalahan yang dilakukan bersifat independen, maka kesalahan tersebut akan didiversifikasi dalam proses penentuan harga. Dengan demikian berarti semakin banyak jumlah analis yang terlibat dan semakin rendah korelasi kesalahan analis dalam penilaian atau estimasinya, maka pasar akan semakin efisien.
3. Kualitas dan kuantitas informasi yang diterbitkan oleh emiten. Pengungkapan informasi yang transparan akan dapat meminimumkan kesalahan estimasi dalam pasar. Pengungkapan

informasi secara transparan ini jarang ditemui di negara-negara yang sedang berkembang. Penelitian oleh Dawson (Foster:1986) menemukan bahwa pasar modal di negara berkembang tidak efisien dikarenakan: Sedikitnya informasi yang diberikan emiten kepada investor, Kurang transparannya informasi dari emiten, Peraturan-peraturan akuntansi tidak ketat.

4. Jumlah dan tingkat kemampuan analis. Semakin banyak jumlah analis dengan tingkat kemampuan yang tinggi, harga yang benar akan segera terwujud. Selama banyak analis yang kompeten, tidak mungkin harga sekuritas dalam keadaan yang tidak semestinya dalam jangka waktu lama.

Jogiyanto (2000) mengemukakan beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien. Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut:

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*. Hal seperti ini dapat terjadi jika pelaku-pelaku pasar terdiri dari sejumlah besar institusi-institusi dan individual-individual rasional yang mampu mengartikan dan menginteprestasikan informasi dengan baik untuk digunakan menganalisis, menilai dan melakukan transaksi penjualan atau pembelian sekuritas bersangkutan.

2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat radio, koran atau media massa lainnya sehingga informasi tersebut dapat diterima secara bersamaan. Untuk pasar yang efisien, harga dari informasi tersebut juga relatif sangat murah untuk diperoleh publik. Umumnya pelaku pasar dapat memperoleh informasi tersebut melalui surat kabar atau majalah bisnis dengan hanya membeli surat kabar tersebut. Bahkan informasi dapat diperoleh secara cuma-cuma oleh pelaku pasar dengan mendengarkan radio atau menjadi pemirsa televisi.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan yang lain. Informasi dihasilkan secara random mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

### 2.2.5. Definisi Pasar Modal yang Efisien

Sharpe (1995) menjelaskan pengertian pasar modal yang efisien sebagai berikut: *"A market efficient with respect to a particular set of information if it is impossible to make abnormal profit by using this set of information to formulate buying and selling decision"* dimana oleh Sharpe, pengertian pasar modal yang efisien dapat ditekankan pada ketidakmampuan seorang investor untuk mendapatkan keuntungan yang berlebihan atau abnormal return.

Dalam bukunya *Fundamentals of Financial Management* Rao (1989) menjelaskan bahwa secara tradisional yang dimaksud efisiensi pasar adalah pasar modal yang nilai pasar pada asset direfleksikan pada semua informasi tentang asset. *"Traditionally, an efficient market is a capital market in which the market value of an asset reflect all available information about the asset."*

Sedangkan Jogiyanto (2000) menjelaskan "jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar yang efisien". Jogiyanto juga secara detail mendefinisikan efisiensi pasar dalam 4 macam definisi yaitu :

#### a. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Nilai Intrinsik Sekuritas

Pasar yang efisien menurut konsep ini dapat didefinisikan sebagai pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai-nilai instrinsiknya. Hal ini bermula karena banyak sekuritas yang dinilai



kurang benar (*mispriced*) sehingga menyimpang dari nilai intrinsik atau nilai fundamentalnya.

#### **b. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Akurasi dari Ekspetasi Harga**

Masalah pasar modal yang efisien adalah salah satu tema yang terpenting dalam bidang keuangan. Fama (1976) menyatakan bahwa "*A securities market are efficient if security prices fully reflect the information available*" yang dapat diartikan suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia.

Definisi Fama ini menekankan pada 2 aspek yaitu *fully reflect* yang menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Selain itu juga menekankan pada *information available* yang diartikan dengan menggunakan informasi yang tersedia, investor-investor secara akurat dapat mengekspetasi harga dari sekuritas yang bersangkutan.

#### **c. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Distribusi Informasi**

Definisi efisiensi pasar oleh Fama hanya menekankan pada akurasi harga akibat informasi yang tersedia dan mengabaikan distribusi dari informasinya. Beaver (1989) memberikan definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada distribusi informasi sebagai berikut: "*The market is efficient with respect to some specified information system, if and only if security prices act as if everyone observes the information system.*" Definisi ini secara implisit mengatakan bahwa jika setiap orang mengamati

suatu sistem yang menghasilkan informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama.

#### **d. Definisi Efisiensi Pasar Didasarkan pada Proses Dinamik**

Transaksi di pasar modal memungkinkan terjadinya asimetrik informasi. Yang dimaksud dengan asimetrik informasi adalah kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan yang lainnya tidak memilikinya. Dengan adanya asimetrik informasi menyebabkan emiten yang benar-benar menawarkan sekuritas yang berkualitas akan dinilai terlalu rendah oleh investor.

Definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi asimetrik tersebut. Definisi ini menekankan pada kecepatan penyebaran informasi yang tidak simetris. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi ini dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris yaitu setiap orang memiliki informasi ini.

Jones (1996) memberikan definisi pasar efisien yang memasukkan unsur dari kecepatan penyesuaian sebagai berikut "*An efficient market is one in which the price of all securities quickly and fully reflect all available information about the asset.*" yang dapat diartikan suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut.

Weston dan Brigham (1993) menjelaskan secara ringkas efisiensi pasar dalam 2 hal yaitu: (a) *That stocks are always in equilibrium, and (b) That it's impossible for an investor to consistently "beat the market"*. Pernyataan tersebut dapat diartikan pasar dikatakan efisien apabila saham selalu dalam keadaan ekuilibrium dan investor tidak mungkin dapat menekan pasar secara konsisten.

#### 2.2.6. Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

Fama (1970) yang pertama kali menyajikan 3 macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang dipublikasikan dan informasi privat. Tujuan dari Fama membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar.

Berdasarkan klasifikasi Fama, Francis (1993) membagi bentuk efisiensi pasar berdasarkan 3 bentuk yaitu:

##### 1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weakly Efficient Markets*)

*Weakly efficient markets are markets in which historical prices provide no information about future prices that would allow a short-term trader to earn a return above what could be attained with a naive buy and hold strategy.*

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak

berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

## 2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semistrongly Efficient Markets*)

*Semistrongly efficient markets are those in which all relevant publicly available information is fully reflected in security prices. As a result, nothing that will lead to profitable trades can be gained from public sources in a semistrongly efficient market.*

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Pengaruh informasi yang dipublikasikan tersebut berupa :

a. Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.

b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.

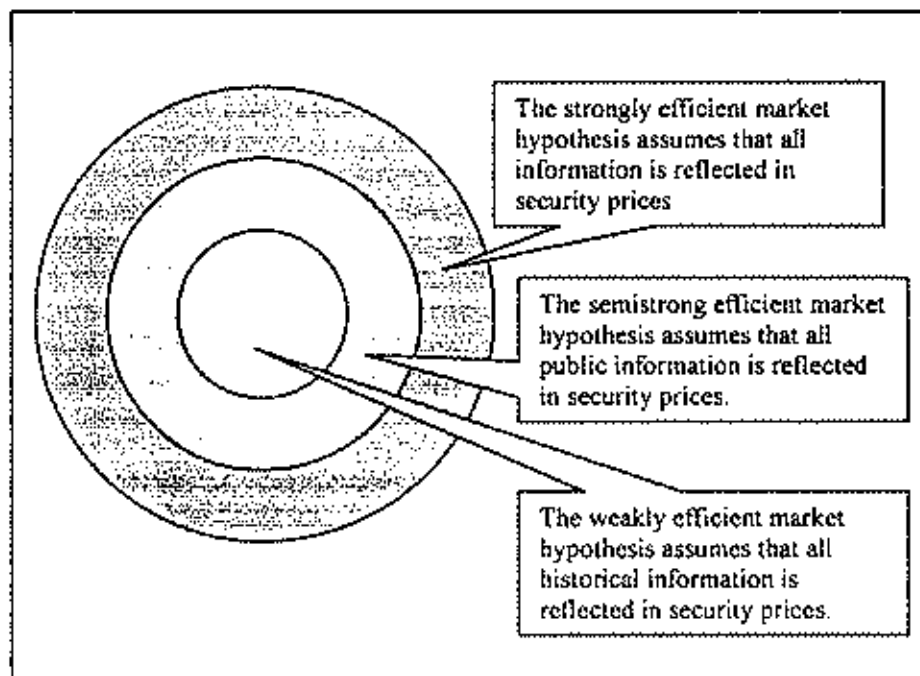
c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

### 3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*Strongly Efficient Markets*)

*In Strongly Efficient Markets all information (not just publicly available information) is reflected in security prices.*

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia, termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak

ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal karena mempunyai informasi privat. Informasi privat diperoleh dari *insider information*. Pengujian efisiensi bentuk kuat dilakukan terhadap hipotesa yang menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang mungkin tidak diketahui umum. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu pasar efisien bentuk lemah merupakan bagian dari pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Tetapi tidak berlaku sebaliknya, pasar efisien bentuk kuat bukan merupakan bagian dari pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk setengah kuat bukan merupakan bagian dari pasar efisien bentuk lemah. Hubungan kumulatif tersebut terlihat pada gambar 2.1.



Gambar 2.1. Hubungan Kumulatif Tiga Bentuk Efisiensi Pasar

Sumber: Francis (1993)

### 2.2.7. Teori Kebijakan Dividen

Awat (1999) menjelaskan pada dasarnya, kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen apakah keuntungan/laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk *reinvestasi* dalam perusahaan. Kebijakan dividen perlu dianalisa dan diputuskan dengan bijaksana. Sepintas para pemegang saham akan merasa senang apabila bagian dari laba yang dibagikan sebagai dividen semakin besar. Akan tetapi apabila dividen besar berarti laba ditahan jumlahnya semakin menciut, padahal pendanaan dengan menggunakan laba ditahan (*internal financing*) ini mempunyai *cost of capital* yang paling kecil dibandingkan dengan metode pendanaan lainnya. Sedangkan apabila dividen tidak dibagikan, pemegang saham dapat mempersepsikan bahwa perusahaan tersebut kekurangan dana yang selanjutnya dapat menyebabkan harga saham turun.

Weston (1985) merumuskan persamaan preferensi pemodal akan dividen dengan anggapan pertumbuhan konstan.

$$P_0 = D_1 / (k_s - g)$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa semakin besar dividen kas yang dibagikan ( $D_1$ ), akan menaikkan harga saham ( $P_0$ ) apabila tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor ( $k_s$ ) 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. Perusahaan diharuskan mampu mencari solusi untuk menyeimbangkan antara dividen dengan tingkat pertumbuhan perusahaan.

**Harjito (1995)** menjelaskan terdapat tiga teori kebijakan dividen, yaitu : *Dividend Irrelevance Theory*, *Tax Differential Theory* dan *Bird in the Hand Theory*.

1. *Dividend Irrelevance Theory*: **Modigliani-Miller** (disingkat MM) berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai efek pada harga saham perusahaan. Argumen inilah yang disebut sebagai kebijakan dividen tidak relevan. MM menyatakan apabila pembayaran dividen dinaikkan, maka perusahaan dapat mengimbangnya dengan cara mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Argumen yang dikemukakan MM diawali dengan beberapa asumsi antara lain : (a) Pasar modalnya sempurna, dimana para investor mempunyai kesamaan informasi, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada pajak. (b) Para investor bersifat rasional. (c) Semua peserta pasar bersifat price taker. (d) Para investor mempunyai informasi yang sama. (e) Perusahaan-perusahaan punya kelas



risiko yang sama. Karena adanya asumsi ini menyebabkan MM mendapat sanggahan dari peneliti lainnya.

2. *Tax Differential Theory* : Litzenberger dan Ramaswamy (Brigham, Gapenski:1993) menyatakan bahwa apabila dividen dikenai pajak dengan jumlah lebih tinggi daripada pajak atas *capital gain* maka investor menginginkan agar dividen tersebut dibagikan dalam jumlah kecil dengan maksud untuk memaksimalkan nilai perusahaan.
3. *Bird in the Hand Theory* : Gordon dan Lintner (Brigham, Gapensky:1993) menyatakan bahwa pemegang saham lebih suka apabila laba dibagikan dalam bentuk dividen daripada dalam bentuk laba ditahan. Alasannya karena pembayaran dividen merupakan suatu penerimaan yang lebih pasti. Mereka memberikan kiasan "satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara."

#### 2.2.8. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham

Martin et al. (1999) menjelaskan masih terdapat perdebatan tentang dividen yang disebut *dividend puzzle*. Karena terdapat dua perbedaan pendapat para ahli mengenai dividen. Ada pengamat yang berpendapat bahwa jumlah dividen tidak relevan atau sesuatu yang tidak perlu diperhitungkan secara khusus (Dividend Irrelevance oleh Modigliani dan Miller). Sementara pihak lain berpendapat besar kecilnya dividen memiliki hubungan linear dengan tinggi rendahnya harga saham perusahaan (*Bird in the Hand Theory* oleh Gordon dan Lintner)

Sedangkan aliran ketiga menyatakan bahwa dividen memiliki hubungan negatif terhadap harga saham. Artinya semakin rendah dividen akan semakin tinggi harga saham perusahaan. Martin et al. membagi teka-teki dividen ini menjadi 3 pandangan dasar yaitu:

#### **Pandangan 1: Kebijakan Dividen Tidak Relevan**

Pendapat bahwa dividen itu tidak penting bertolak dari dua pemikiran. **Pertama**, diasumsikan keputusan-keputusan investasi dan penggunaan hutang sudah dibuat dan tidak mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan. **Kedua**, pasar modal sempurna diasumsikan ada, hal tersebut berarti (1) para investor dapat menjual dan membeli saham tanpa kehilangan biaya transaksi, misalnya komisi pialang, karena dalam pasar modal yang sempurna informasi tersebar luas sehingga para investor bisa melakukan segala sesuatunya sendiri, (2) Setiap perusahaan bisa menerbitkan saham umum tanpa macam-macam biaya, (3) Tidak ada pajak pendapatan perorangan maupun perusahaan, (4) Informasi lengkap mengenai setiap perusahaan selalu tersedia, sehingga para investor tidak perlu melihat pengumuman khusus mengenai pembayaran dividen sebagai indikator penting kondisi perusahaan, (5) Antara pihak manajemen dan para pemilik saham tidak ada konflik.

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, dampak dari suatu keputusan dividen terhadap harga saham bisa dinyatakan dengan tegas: Tidak ada hubungan antara kebijakan dividen terhadap harga saham. Disini investor secara keseluruhan hanya memusatkan perhatiannya

kepada total hasil, yang ditentukan oleh keputusan investasi perusahaan, mereka tidak peduli apakah hasil tersebut dari dividen atau dari *capital gain*.

### **Pandangan 2: Dividen yang Besar Dapat Meningkatkan Harga Saham**

Keyakinan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan itu tidak penting secara implisit mengasumsikan bahwa seorang investor harus atau pasti menggunakan *required rate of return* yang sama, baik pendapatan itu berupa dividen maupun *capital gain*. Pihak manajemen bisa mengontrol dividen, tetapi ia tidak bisa mendikte harga sahamnya di bursa. Ini berarti kadar risiko *capital gain* lebih besar. Di sini dapat disimpulkan bahwa investor diasumsikan lebih menyukai dividen daripada *capital gain* karena *capital gain* sifatnya tidak pasti sedangkan dividen sifatnya pasti. Oleh karena itu jika dividen yang dibagikan oleh suatu perusahaan jumlahnya besar otomatis harga saham perusahaan tersebut akan meningkat juga, karena investor memburu dividennya.

### **Pandangan 3: Dividen Rendah Meningkatkan Harga Saham**

Pandangan ketiga yang menyoroiti soal pengaruh dividen terhadap harga saham, menyatakan bahwa dividen itu sebenarnya merugikan investor. Argumen ini terutama didasarkan pada perbedaan perlakuan pajak terhadap pendapatan dividen dan *capital gain*. Bagi investor di dunia nyata sehari-hari, tujuan yang harus dicapai adalah memaksimalkan tingkat hasil investasi setelah dipotong pajak tanpa harus menanggung risiko yang kelewat besar. Tujuan ini direalisasikan melalui upaya meminimalkan tingkat pajak efektif (yang benar-benar harus dibayarkan)

atas pendapatan mereka, dan sedapat mungkin *menunda* pembayaran pajak tersebut.

Dengan adanya pajak maka investor mengutamakan maksimalisasi pendapatan setelah pajak, bukannya pendapatan sebelum pajak. Meskipun keuntungan pajak *capital gain* tidak ada lagi, investor masih memiliki keuntungan lain, yakni penundaan pembayaran pajak. Saham yang memungkinkan penundaan pembayaran pajak (artinya saham itu harganya naik terus sehingga membuahkan *capital gain*, tetapi tidak banyak memberikan dividen) akan dijual dengan premi (harganya lebih mahal) daripada saham yang membuahkan banyak dividen, tapi *capital gain*nya sedikit.

Widoatmojo (1996) menyatakan bahwa kita perlu memperjelas pengertian spekulator dan investor dalam kaitannya dengan kedua bentuk keuntungan investasi saham itu. Sebenarnya spekulasi tidak bermaksud menginvestasikan dana yang dimilikinya terlalu lama dalam 1 saham. Sebaliknya investor atau real investor biasanya mengikatkan dananya cukup lama dalam suatu saham, paling tidak sampai dibagikan dividen. Ada beberapa faktor yang dapat dianalisis untuk membantu menjelaskan ekspektasi investor terhadap dividen lebih daripada *capital gain*. Menurut Hampton (1989) ada 3 faktor yang dapat menjelaskan hal tersebut:

1. *Reduction of uncertainty.*

*The promise of future capital gain or a future distribution of earnings involves more uncertainty than a distribution of current dividend. A current dividend represent a present value cash inflow to the investor that cannot be lost if the firm later experience operating or financing difficulties. This*

*reduction of uncertainty is one factor explaining investor preference for current dividend.*

2. **Indication of strength.**

*This declaration and payment of cash dividend carry an information content that the firm is reasonably strong and healthy. The dividend declaration reveals liquidity since cash is needed to make dividend payment, and this cash must be taken away from the firm's operation.*

3. **Need for current income.**

*Many shareholders require income from their investment to pay for their living expenses. These investors may be reluctant to sell their share in order to gain cash. Cash dividend provide current income to these investor without effecting their principal or capital.*

Pemikiran Hampton tersebut dapat diartikan (1) Penurunan Ketidakpastian. Capital gain maupun distribusi laba di masa yang akan datang lebih mengandung ketidakpastian dibandingkan dengan dividen. Dividen memberikan *value cash inflow* saat ini pada investor yang tidak dapat dihilangkan jika perusahaan nantinya mengalami kesulitan keuangan. (2) Indikasi Kekuatan. Deklarasi (pengumuman) dan pembayaran dividen tunai membawa informasi yang berisi kekuatan suatu perusahaan. Deklarasi dividen mengungkapkan likuiditas perusahaan yang diperlukan untuk pembayaran dividen. (3) Keperluan untuk mendapatkan income. Beberapa pemegang saham mengharapkan income dari investasi yang mereka tanam untuk membiayai hidup. Dividen tunai menyediakan income yang rutin tanpa berefek pada modal investor tersebut. Sedangkan apabila investor ingin mendapatkan gain, mereka harus menjual sahamnya. Karena para pemegang saham menaruh minat lebih pada dividen dibandingkan dengan *capital gain* maka sedapat mungkin suatu perusahaan memperhatikan dengan sungguh-sungguh kebijakan dividennya. Apalagi yang menjadi tujuan suatu badan usaha

adalah memaksimalkan harga pasar sahamnya, dimana *dividend decision* merupakan salah satu dari 3 keputusan keuangan yang dapat memaksimalkan harga pasar saham badan usaha. Pernyataan tersebut diperkuat oleh Hampton (1989):

*"As a maximalization of wealth decision with this approach the firm recognizes that the payment of dividend has a strong influence on the market price of the common stock. Higher dividend increase the value of the stock to many investors. Similarly, low dividend decrease the perceived value of the stock. The firm must, in a maximization of wealth sense, declare sufficient dividend to meet the expectations of investors and stock holders."*

Dengan demikian jelaslah bahwa pengumuman pembagian dividen suatu perusahaan memiliki pengaruh terhadap harga pasar saham suatu badan usaha. Pembagian dividen dalam jumlah relatif tinggi akan meningkatkan harga pasar saham suatu badan usaha. Sedangkan pembagian dividen dalam jumlah yang relatif rendah akan menurunkan harga pasar saham suatu badan usaha. Weston (1993) mendukung pernyataan ini dengan menyatakan bahwa *"The fact that large dividend increases generally cause stock price increases suggest to some that investors in the agregate prefer dividend to capital gains"*. Pendapat lain yang menjelaskan hal tersebut dikemukakan oleh Widiatmodjo (1996) yang menjelaskan bahwa harga saham ditentukan oleh perkembangan perusahaan emiten. Jika perusahaan emiten mampu menghasilkan keuntungan yang tinggi, perusahaan tersebut dapat menyisihkan bagian keuntungan itu sebagai dividen dalam jumlah yang tinggi pula. Pemberian dividen yang tinggi akan menarik minat masyarakat untuk membeli saham tersebut. Akibatnya, permintaan atas saham tersebut meningkat. Pada

gilirannya peningkatan harga pasar saham yang terjadi akan semakin memungkinkan pemegang saham untuk mendapatkan *capital gain*.

Perubahan harga pasar saham yang terjadi karena adanya pengumuman pembagian dividen terkait juga dengan ketidakpastian yang dihadapi investor, seperti yang dikemukakan oleh Gordon yang dikutip Shapiro (1991) yaitu :

*"Because investor are risk averse, they prefer a stream of relatively certain dividends over the uncertain capital gains that arise from reinvested earnings. Hence, they will discount the expected stream of future dividends at lower rate (giving it a higher present value) than for expected future capital gains. As a result one dollar of expected dividends is worth more than one dollar of expected capital gains".*

Pernyataan Gordon tersebut menekankan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor terhadap masa depan badan usaha. Oleh karenanya mereka akan mendiskonto penerimaan badan usaha dimasa yang akan datang pada suatu tingkat yang lebih rendah yang menyebabkan nilai saham disuatu perusahaan meningkat. Sebaliknya, apabila suatu perusahaan menurunkan jumlah dividen yang dibagikannya atau sama sekali tidak membagikan dividen, investor akan menganggap suatu badan usaha berada dalam kondisi yang buruk dan mereka akan mendiskontokan penerimaan badan usaha di masa mendatang pada suatu rate yang tinggi yang akan menyebabkan nilai suatu badan usaha jatuh. Pada dunia yang penuh ketidakpastian investor juga memiliki preferensi yang lebih tinggi terhadap dividen sebagai bentuk pengembalian dari investasinya daripada *capital gain* yang sifatnya tidak pasti.

Jadi, dalam rangka memaksimalkan harga pasar saham yang juga berarti memaksimalkan nilai badan usahanya, perusahaan mengumumkan dividen yang cukup untuk memenuhi ekspektasi/harapan investor. Hampton (1989) menegaskan hal ini dengan menegaskan bahwa "*Most firm treat the declaration of dividends as a maximization of wealth decision.*" Pernyataan tersebut dapat diartikan Sebagian besar perusahaan mengumumkan dividen sebagai upaya untuk memaksimalkan nilai perusahaannya.

#### 2.2.9. Dividen sebagai Pemberi Signal

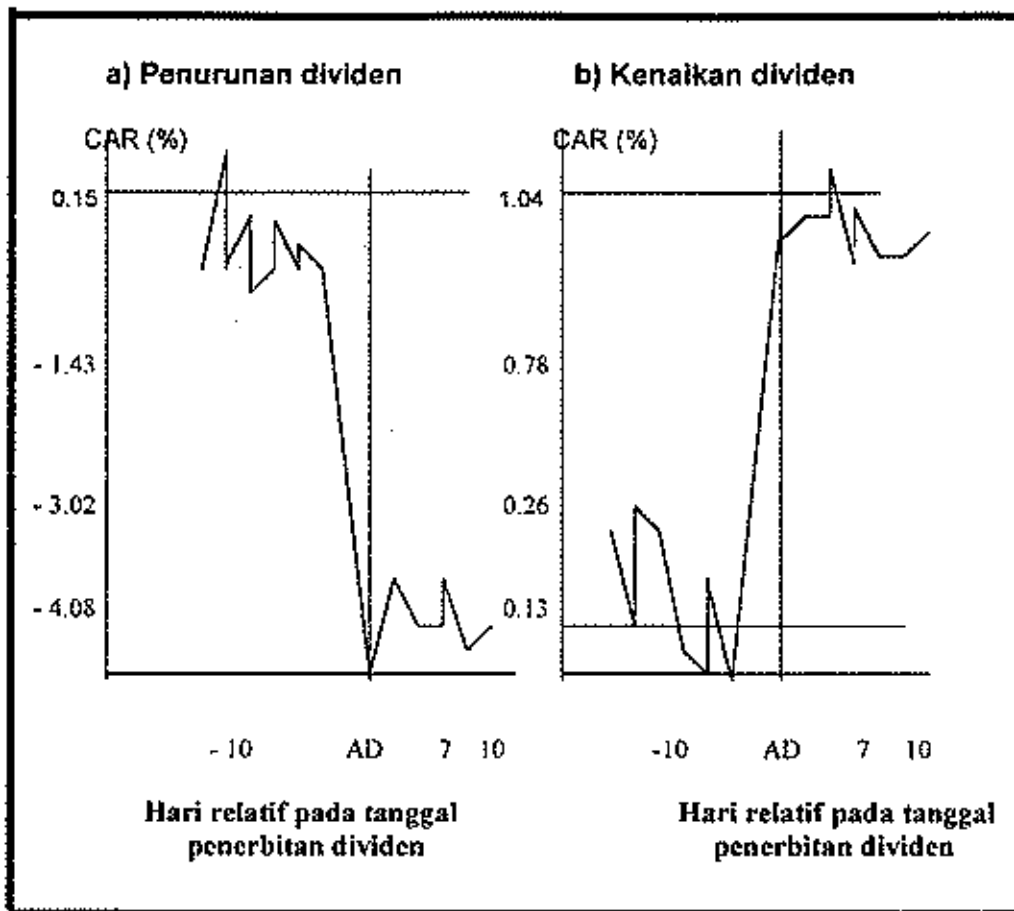
Bhattacharya (1979) mengembangkan teori *Dividend Signalling*. Terdapat dua asumsi yang mendasari teori sinyal dividen: (1) Manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan dividen. Karena itu pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen dirasakan oleh investor sebagai suatu signal bahwa perusahaan mempunyai prospek bagus dimasa yang akan datang. (2) Kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen adalah berbeda. Manajer memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Sebaliknya, investor tidak memiliki informasi yang mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Sharpe (1995) memberikan kesimpulan yang sederhana mengenai perubahan dividen adalah pengumuman kenaikan dividen merupakan signal bahwa manajemen telah menaikkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Oleh karena itu, pengumuman kenaikan dividen merupakan "kabar baik" dan pada gilirannya akan



menaikkan ekspektasi mereka mengenai pendapatan masa depan perusahaan. Sebaliknya, pengumuman penurunan dividen adalah signal bahwa manajemen telah menurunkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Pengumuman penurunan dividen merupakan "kabar jelek" dan pada gilirannya akan menyebabkan investor menurunkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Satu implikasi dari **pengumuman kenaikan dividen akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan dan pengumuman penurunan dividen menyebabkan penurunan harga saham perusahaan.** Pernyataan tersebut didasari oleh penelitian yang dilakukan **Aharony, Swary (1980)** untuk menguji apakah pengumuman dividen dan earning membawa informasi yang bermanfaat bagi investor.

Gambar 2.2 menunjukkan tingkat pengembalian kumulatif abnormal return dari hasil penelitian Aharony, Swary sebagai akibat dari pengumuman dividen. Apabila dividen mengalami penurunan, rata-rata penurunan harga saham adalah  $-3,76\%$  dan apabila dividen naik, harga saham naik sebesar  $0,72\%$ . Kedua hasil itu secara statistik penting karena penemuan ini mendukung hipotesis bahwa perubahan dividen mengandung informasi dari emiten ke investor mengenai perubahan dalam penafsiran manajemen terhadap prospek perusahaan pada masa mendatang. implikasi dari pengumuman kenaikan dividen akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan dan pengumuman penurunan dividen menyebabkan penurunan harga saham perusahaan terbukti kebenarannya.



**Gambar 2.2.** Return Abnormal Kumulatif dimulai sepuluh hari sebelum pengumuman dividen.

**Sumber:** Joseph Aharony dan Itzak Swary "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 35, no.1 (March 1980)

Ross (1977) menjelaskan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Untuk membuat suatu isyarat menjadi bermanfaat, ada syarat-syarat yang harus dipenuhi:

1. Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk mengirimkan isyarat yang jujur walaupun beritanya buruk.

2. Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah ditiru oleh pesaingnya yang kurang sukses.
3. Isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa mendatang).

#### 2.2.10. Kronologi Pembayaran Dividen

Menurut Ross, Westerfield dan Jordan (2000) dalam bukunya *Fundamentals of Corporate Finance*, mekanisme dari pembayaran dividen dapat melalui tahapan-tahapan berikut ini :

##### 1. *Declaration Date*

*Date on which the board of directors passes a resolution to pay a dividend .*

*Example: On January 15, the board of directors passes a resolution to pay a dividend of \$ 1 per share on February 16, to all holders of record as of January 30.*

Dartikan: Tanggal deklarasi adalah tanggal dimana manajemen perusahaan mengeluarkan pernyataan untuk membayar dividen. Contoh: Pada tanggal 15 Januari, dewan direksi mengeluarkan pernyataan untuk membayar dividen sebesar \$ 1 per lembar saham pada 16 Februari untuk semua pemegang saham yang tercatat pada tanggal 30 Januari.

##### 2. *Ex-dividend date*

*Date four bussiness days before the date of record. Establishing those individuals entitled to a dividend. To make sure that dividend checks go to the right people, brokerage firms and stock exchanges establish an ex-dividend date. This date is four bussiness days before the date of record. If you buy the stock before this date, then you are entitled to the dividend. If you buy on this date or after, then the previous owner will get it. The ex-dividend date convention removes any ambiguity about who is entitled to the dividend.*

*Since the dividend is valuable, the stock price will be affected when it goes "ex". We examine this effect below. Example: Monday, January 26, is the ex-dividend date. Before this date, the stocks is sayed to trade "with dividend" or "cum dividend". Afterwards, the stocks trades "ex-dividend".*

Diartikan: Tanggal ex-dividen adalah tanggal empat hari sebelum tanggal pencatatan. Memantapkan para pemegang saham hak untuk mendapatkan dividen. Untuk memastikan cek dividen dibayarkan pada seseorang yang tepat, perusahaan dan bursa efek menetapkan tanggal ex-dividen. Tanggal ini jatuh empat hari sebelum tanggal pencatatan. Jika investor membeli saham sebelum tanggal ini, maka investor berhak untuk mendapatkan dividen. Jika investor membeli saham setelah tanggal ini maka pemilik saham sebelumnya yang berhak untuk mendapat dividen. Contoh : Senin, 26 Januari adalah tanggal ex-dividen. Sebelum tanggal ini saham diperdagangkan "dengan dividen" atau disebut juga "cum dividen". Setelah itu perdagangan saham disebut "ex-dividen".

### **3. Date of record**

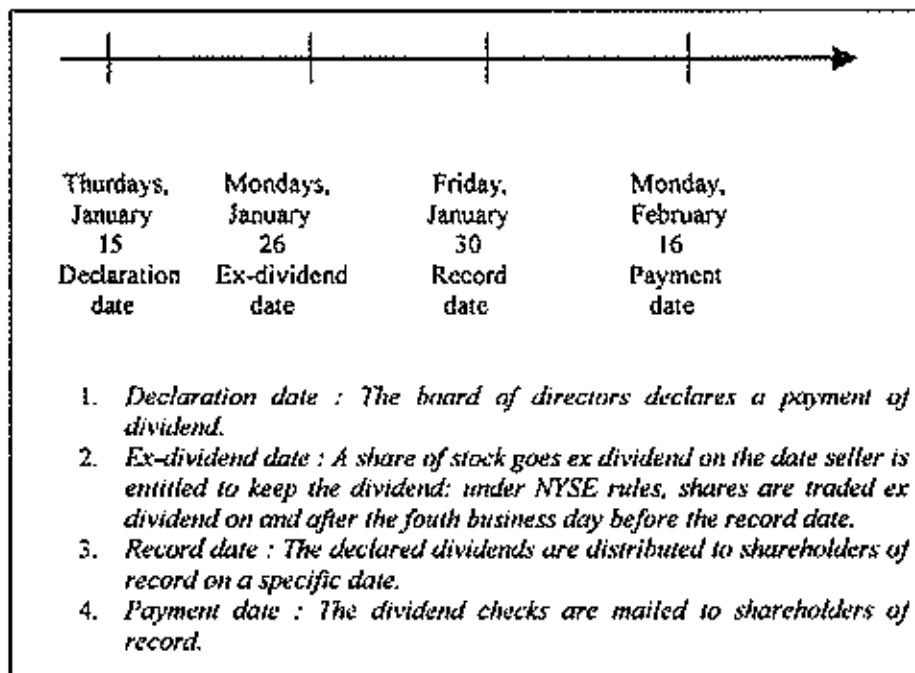
*Date on which holders of record are designated to receive a dividend. Based on its record, the corporation prepares a list on January 30 of all individuals believed to be stockholders. These are the holders of record and January 30 is the date of record (or record date). The word "believed" is important here. If you buy the stock just before this date, the corporation's records may not reflect that fact, because of mailing or other delays. Without some modification, some of the dividend checks will get to the wrong people. This is the reason for ex-dividend day convention.*

Diartikan : Tanggal pencatatan adalah tanggal dimana pemegang saham mendisain untuk menerima dividen. Berdasarkan pada pencatatan ini, perusahaan menyiapkan daftar pada 30 januari dari semua investor yang menjadi pemegang saham.

#### 4. Dividend of payment

Date that the dividend checks are mailed. The dividend checks are mailed on February 16.

Ditartikan : Pembayaran dividen adalah tanggal dimana dividen dibayarkan emiten pada investor yang sah dan berhak.



Gambar 2.3. Prosedur Pembayaran Dividen

Sumber: Ross, Westerfield dan Jordan. "Fundamental of Corporate Finance" (2000 : 508)

Pada penelitian ini yang dijadikan acuan pengumuman dividen adalah *declaration date*.

#### 2.2.11. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Jogiyanto (2000) menjelaskan ide dari pengujian pasar yang efisien dituangkan dalam suatu hipotesis yang disebut dengan Hipotesis Pasar Efisien (HPE) atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Untuk

mengetahui kebenaran dari hipotesis ini, maka perlu dilakukan pengujian secara empiris untuk masing-masing bentuk efisiensi pasar.

Fama (1970) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga kategori yang dihubungkan dalam bentuk-bentuk efisiensi pasarnya sebagai berikut ini:

1. Pengujian-pengujian bentuk lemah (*Weak form tests*) yaitu seberapa kuat informasi masa lalu dapat memprediksi return masa depan.
2. Pengujian-pengujian bentuk setengah kuat (*semi-strong form tests*) yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan.
3. Pengujian-pengujian bentuk kuat (*strong-form tests*) yaitu untuk menjawab pertanyaan apakah investor mempunyai informasi privat yang tidak terefleksi di harga sekuritas.

Di artikel selanjutnya Fama (1991) mengusulkan untuk merubah nama ketiga macam kategori pengujian bentuk efisiensi pasar tersebut. Nama-nama pengujian yang diusulkan adalah sebagai berikut ini:

1. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk lemah diganti menjadi pengujian-pengujian terhadap pendugaan return (*test for return predictability*).
2. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat dirubah menjadi studi-studi peristiwa (*event study*).

3. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk kuat diusulkan menjadi pengujian-pengujian terhadap informasi privat (*test for private information*).

### 2.2.12. Study Peristiwa (*Event Study*)

Brown dan Warner (1980) dalam penelitiannya mengambil sudut pandang yang sedikit berbeda dimana mereka menawarkan beberapa metode untuk mengukur kinerja harga saham dengan adanya kejadian-kejadian yang spesifik. Metode-metode tersebut adalah :

#### a) Mean Adjusted Return

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_j \quad \dots\dots\dots(2.1)$$

Keterangan :

$AR_{jt}$  adalah *abnormal return* saham j pada periode t.

$R_{jt}$  adalah return saham j hasil observasi pada periode t.

$R_j$  adalah rata-rata return saham j pada periode yang diteliti.

#### b) Market Adjusted Return

Metode ini memperbaiki metode terdahulu yaitu dengan market return dalam mencari abnormal return.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt} \quad \dots\dots\dots(2.2)$$

Keterangan :

$AR_{jt}$  adalah adalah abnormal return saham j pada periode t.

$R_{jt}$  adalah return saham j hasil observasi pada periode t.

$R_{mt}$  adalah return portfolio pasar pada periode t.

## c) Market Model Residual

Metode ini menggunakan market model di dalam mencari abnormal return. Persamaan Market Model adalah sebagai berikut :

$$R_{jt} = \alpha + \beta R_{mt} + \epsilon_{jt} \quad \dots\dots\dots(2.3)$$

Sekali parameter regresi tersebut telah diestimasi maka return saham normal ( $R_{jt}$ ) juga diestimasi dengan menggunakan parameter ( $\alpha$ ,  $\beta$ ) maka persamaannya menjadi seperti berikut :

$$E(R_{jt}) = \alpha + \beta E(R_{mt}) \quad \dots\dots\dots(2.3a)$$

Abnormal return adalah perbedaan antara return normal yang diestimasi dengan return aktual :

$$AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt} \quad \dots\dots\dots(2.4)$$

Keterangan :

$AR_{jt}$  adalah adalah abnormal return saham j pada periode t.

$R_{jt}$  adalah return saham j hasil observasi pada periode t.

$ER_{jt}$  adalah estimasi return pada periode t (yang dapat diketahui dengan persamaan regresi 2.3a).

Selanjutnya dari rumus 2.4 dapat dihitung Average Abnormal return (AAR) dengan rumus sebagai berikut :

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N} \quad \dots\dots\dots(2.5)$$

Dari average abnormal return kemudian dapat dihitung cumulative average abnormal returnnya (CAAR) dengan rumus di bawah ini :

$$CAAR_t = \sum AAR \quad \dots\dots\dots (2.6)$$



Dari uji terhadap model yang ditawarkan, **Brown dan Warner** tidak menentukan metode mana yang paling baik, tetapi mereka menyarankan dalam mengukur kinerja harga saham dengan menggunakan salah satu metode yang dianggap cocok dengan situasi dan kondisi.

## BAB 3

### KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 3.1. Kerangka Konseptual

Penelitian ini menguji dampak pengumuman pembayaran dividen tunai terhadap abnormal return perusahaan yang go public di Bursa Efek Jakarta. Model analisisnya menggunakan studi peristiwa atau *event study*. Periode pengamatan yang dilakukan pada saham perusahaan yang mengalami dividen naik dan turun selama 21 hari. 21 hari tersebut terdiri dari 1 hari peristiwa, 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah peristiwa pengumuman dividen. Pengamatan sebelum tanggal pengumuman dividen dimaksudkan untuk menguji apakah ada kebocoran informasi mengenai pengumuman dividen dan pengamatan sesudah tanggal pengumuman dividen dimaksudkan untuk mengamati reaksi investor terhadap pengumuman dividen tersebut.

Teori *Bird in the Hand* oleh Gordon dan Lintner menyatakan pemegang saham lebih suka apabila laba bersih dibagikan dalam bentuk dividen daripada ditahan dalam bentuk *retained earning*. Alasannya adalah pembayaran dividen merupakan penerimaan yang pasti daripada *capital gain*. Berdasarkan teori tersebut dapat disimpulkan pengumuman dividen merupakan suatu *corporate action* emiten yang ditunggu-tunggu investor.

Pengumuman dividen yang menyatakan bahwa suatu perusahaan emiten akan membayarkan nominal dividen kepada investor dan jumlah nominal dividen yang akan dibayarkan mengalami kenaikan daripada jumlah nominal dividen tahun sebelumnya dianggap sebagai suatu **signal positif** dari emiten kepada investor. Kenaikan pembayaran dividen merupakan 'kabar baik' bagi investor karena menaikkan ekspektasi investor mengenai pendapatan masa depan perusahaan. Perusahaan emiten yang menaikkan dividen juga tidak akan seenaknya menentukan kebijakan dividennya karena Weston, Copeland (1997) menjelaskan bahwa manajemen perusahaan emiten yang menaikkan pembayaran dividen tidak akan mengambil resiko dengan membayar dividen yang tinggi pada suatu waktu tertentu bila menurut estimasi mereka perusahaan tidak mampu mempertahankannya di masa yang akan datang. Oleh sebab itu reaksi investor dalam menanggapi kenaikan dividen akan direfleksikan pada harga saham yang naik karena para investor akan banyak membeli saham emiten yang mengalami kenaikan dividen tersebut.

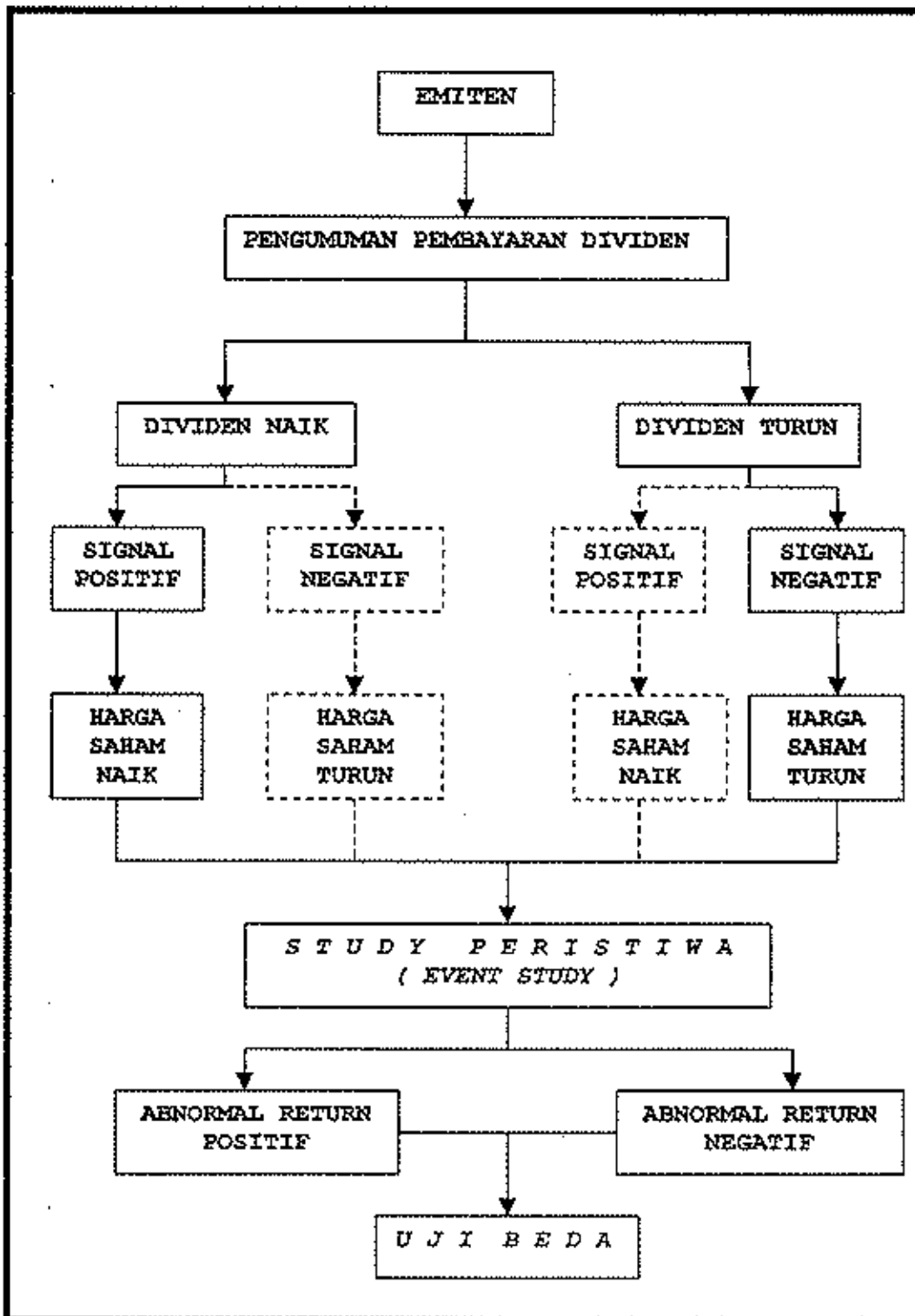
Sebaliknya, pengumuman penurunan dividen merupakan **signal negatif** bagi investor karena menyebabkan investor menurunkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Tindakan perusahaan emiten menurunkan pembayaran dividen akan dianggap mengandung muatan informasi yang buruk sebab investor mengekspektasikan bahwa perusahaan tersebut kekurangan likuiditas. Investor akan bereaksi dengan menjual saham yang dimiliki, yang secara otomatis mengakibatkan harga

saham perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen tersebut turun.

Sharpe (1997) menjelaskan pada kasus-kasus perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen, terdapat reaksi positif (*abnormal return positif*) yang signifikan atas harga saham mereka. Sebaliknya untuk kasus mengenai perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen mereka, terdapat reaksi negatif (*abnormal return negatif*) yang signifikan atas harga saham mereka. Adanya reaksi ini mendukung hipotesa yaitu pengumuman dividen mengandung informasi mengenai prospek masa depan perusahaan. Pernyataan Sharpe juga didukung oleh penelitian Aharony dan Swary (1980).

Efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat dengan peristiwa pengumuman dividen ini diuji dengan melihat *abnormal return* yang terjadi. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan *return ekspektasi* atau merupakan return yang diharapkan investor. *Return ekspektasi* dapat dihitung dengan menggunakan model yang dirumuskan oleh Brown dan Warner dengan *market adjusted model*. Setelah dihitung *abnormal returnnya* maka dilanjutkan dengan penghitungan *Average Abnormal Return* yang berfungsi untuk menguji rata-rata abnormal return seluruh sekuitas untuk tiap-tiap hari di periode pengamatan dan *Cumulative Average Abnormal Returnnya*. Kemudian diuji perbedaan abnormal return antara perusahaan yang menaikkan dan menurunkan

pembayaran dividen tunai. Secara ringkas kerangka konseptualnya disusun dalam skema berikut ini :



Gambar 3.1. Kerangka Konseptual

### 3.2.Hipotesis

Berdasarkan kerangka konseptual tersebut, maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

1. Terdapat abnormal return yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai.
2. Terdapat abnormal return positif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai naik.
3. Terdapat abnormal return negatif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai turun.
4. Terdapat perbedaan abnormal return saham yang signifikan antara perusahaan yang mengalami kenaikan dan penurunan pembayaran dividen tunai.

## BAB 4

### METODE PENELITIAN

#### 4.1. Rancangan Penelitian

Penelitian ini menguji dampak pengumuman pembayaran dividen tunai terhadap abnormal return saham, yang sekaligus menguji efisiensi pasar modal Indonesia / Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000. Metode penelitian yang digunakan adalah event study (studi peristiwa) dengan menggunakan Market Adjusted Model. Alasan menggunakan model ini adalah karena model ini dianggap paling sesuai dengan kondisi Bursa Efek Jakarta yang masih merupakan *thin market* yang rentan terjadi *non synchronous trading* atau perdagangan yang tidak sinkron. Perdagangan yang tidak sinkron tersebut terjadi karena terdapat beberapa sekuritas tidak aktif diperdagangkan untuk beberapa waktu. Selain itu bila menggunakan Market Adjusted Model maka return indeks pasar yang dipakai adalah Indeks Harga Saham Gabungan yang mewakili harga saham semua perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta secara keseluruhan.

Pada penelitian ini dibutuhkan data sekunder oleh sebab itu penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang menitikberatkan pada pengujian hipotesis yang menghasilkan simpulan yang dapat digeneralisasikan. Alat analisis yang dipergunakan berupa statistik inferensial.

## 4.2. Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini yang dijadikan populasi adalah seluruh saham emiten yang mengumumkan pembayaran dividen pada tahun 2000 dan memenuhi kriteria sebagai berikut :

1. Saham yang diteliti telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta minimal satu tahun sebelum periode penelitian.
2. Saham yang diteliti adalah saham biasa.
3. Dividen yang diteliti adalah dividen tunai atau *cash dividen*.
4. Perusahaan emiten yang mengalami kenaikan pembayaran dividen tunai untuk periode tahun 1998, 1999 dan 2000 atau minimal selama 2 tahun terakhir periode penelitian. Data nominal dividen tahun 1998 dan 1999 hanya berfungsi untuk mengidentifikasi dividen tunai yang diumumkan pada tahun 2000 mengalami kenaikan pembayaran.
5. Perusahaan emiten yang mengalami penurunan pembayaran dividen tunai untuk periode tahun 1998, 1999 dan 2000 atau minimal selama 2 tahun terakhir periode penelitian. Data nominal dividen tahun 1998 dan 1999 hanya berfungsi untuk mengidentifikasi dividen tunai yang diumumkan pada tahun 2000 mengalami penurunan pembayaran.
6. Perusahaan emiten yang mengalami kenaikan dan penurunan pembayaran dividen tunai tidak melakukan *corporate action* yang lain selain pengumuman dividen.
7. Data yang berkaitan dengan saham yang diteliti lengkap.



Teknik yang dipakai untuk pengambilan sampel adalah purposive sampling. Secara ringkas proses pemilihan sampel dapat dilihat pada tabel 4.1. sebagai berikut :

**Tabel 4.1.**  
**Proses Pemilihan Sampel**

<b>SEKTOR</b>	<b>EMITEN YANG LISTING DI BEJ TH.2000</b>	<b>EMITEN YANG MENGUMUMKAN PEMBAYARAN DIVIDEN TH. 2000</b>	<b>EMITEN YANG MEMENUHI KRITERIA PENELITIAN</b>
1. Agriculture, Forestry & Fishing	6	4	1
2. Animal Feed & Husbandry	7	3	-
3. Mining & Mining Services	6	4	2
4. Construction	2	1	-
5. Manufacturing	147	65	24
6. Transportation Services	8	4	1
7. Communication	2	2	2
8. Whole Sale & Retail Trade	10	5	1
9. Banking, Credit Agencies other than Bank, Securities, Insurance & Real Estate	81	11	4
10. Hotel & Travel Services	6	3	-
11. Other	6	-	-
<b>JUMLAH</b>	<b>281</b>	<b>102</b>	<b>35</b>

### 4.3. Identifikasi Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel-variabel sebagai berikut :

1. Harga saham (*closing price*)
2. Indeks Harga Saham Gabungan.
3. *Actual Return*/return sesungguhnya.
4. *Expected Return*/return yang diharapkan.
5. *Abnormal Return*.
6. *Average Abnormal Return*/Rata-rata return abnormal.
7. *Cumulatif Average Abnormal Return*/Akumulasi rata-rata return abnormal.

### 4.4. 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 adalah harga saham yang terjadi dan tercatat dalam transaksi penutupan jam kerja bursa di pasar reguler Bursa Efek Jakarta atau disebut *closing price*. Dipilihnya *closing price* sebagai pedoman harga saham dalam penelitian ini karena dianggap mewakili akumulasi reaksi harga saham yang terjadi selama satu hari tersebut.
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang digunakan dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan harian yang

terjadi dan tercatat penutupan jam kerja bursa di pasar reguler ( Bursa Efek Jakarta).

3. *Actual return* (return sesungguhnya) adalah return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga saham sekarang relatif terhadap harga saham sebelumnya. Return sesungguhnya dihitung dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \dots\dots\dots(4.1)$$

**Notasi :**

$R_{it}$  = Return sesungguhnya saham i pada hari t.

$P_{it}$  = Harga saham i (closing price) pada hari t.

$P_{it-1}$  = Harga saham i (closing price) pada hari t-1.

4. *Expected Return* (return yang diharapkan) adalah tingkat pendapatan yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa yang akan datang. Penelitian ini menggunakan *Market Adjusted Model* dalam menghitung return ekspetasi. Model ini mengasumsikan bahwa tingkat pendapatan yang diharapkan sama dengan tingkat pendapatan pasar secara keseluruhan, oleh karena itu digunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Return yang diharapkan dihitung dengan rumus :

$$E[R_{i,t}] = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}} \quad \dots\dots\dots(4.2)$$

**Notasi :**

$E(R_{i,t})$  = Return yang diharapkan saham i pada hari t

$IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan hari t

$IHGS_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan hari t-1

5. *Abnormal Return* adalah selisih antara *Actual Return* (return sesungguhnya) dengan *Expected Return* (return ekspetasi).

*Abnormal Return* dihitung dengan rumus :

$$AR_{it} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] \quad \dots\dots(4.3)$$

**Notasi :**

$AR_{it}$  = Abnormal return saham i pada hari t.

$R_{i,t}$  = Return sesungguhnya saham i pada hari t.

$E[R_{i,t}]$  = Return ekspektasi saham i pada hari t.

6. *Average Abnormal Return* (rata-rata return tidak normal) adalah rata-rata dari jumlah abnormal return seluruh saham dalam sampel penelitian pada hari ke-t. rata-rata return tidak normal dihitung dengan rumus :

$$AAR_i = \frac{\sum_{i=1}^n AR}{n} \quad \dots\dots(4.4)$$

**Notasi :**

$AAR_i$  = rata-rata return tidak normal pada hari ke-t.

$AR_i$  = return tidak normal saham i pada hari ke-t.

$n$  = Banyaknya sampel saham.

7. *Cumulatif Average Abnormal Return* (akumulasi rata-rata abnormal return) adalah penjumlahan *Average Abnormal Return* sampai dengan hari ke-t dalam suatu periode peristiwa. Akumulasi rata-rata abnormal return dihitung dengan rumus :

$$CAAR = \sum_{t=1}^t AAR_t \quad \dots\dots\dots(4.5)$$

**Notasi :**

CAAR = Akumulasi Rata-rata return tidak normal.

AAR<sub>t</sub> = Rata-rata return tidak normal .

t = Periode pengamatan.

#### **4.5. Jenis dan Sumber Data**

Data dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari pihak perusahaan yang merupakan obyek penelitian atau dari pihak lain yang ada kaitannya dengan penelitian ini. Data tersebut berbentuk catatan-catatan, dokumen, dan arsip-arsip yang diambil sesuai dengan kebutuhan penelitian. Sedangkan sumber data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000, harian *Bisnis Indonesia* (Januari-Desember 2000), *JSX Statistic 4<sup>th</sup> Quarter Cumulative Data 2000*, web site Bursa Efek Jakarta [http : // 202.155.2.84 /](http://202.155.2.84/).

#### **4.6. Teknik Pengumpulan Data**

Untuk memperoleh data yang dibutuhkan dalam penelitian ini perlu ditetapkan teknik pengumpulan datanya, sehingga hasil penelitian sesuai dengan tujuan yang diinginkan. Pengumpulan data dapat dilakukan dengan cara dokumentasi.

## 4.7. Teknik Analisis

Secara garis besar penelitian ini dibagi empat tahap. **Tahap I** untuk menguji kebenaran hipotesis-1, **Tahap II** untuk menguji kebenaran hipotesis ke-2. **Tahap III** untuk menguji kebenaran hipotesis ke-3. Pengujian tahap I, II dan III disebut *event study* atau studi peristiwa. *Event study* adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa dan menganalisis abnormal return dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa. Sedangkan **Tahap IV** merupakan uji beda untuk menguji kebenaran hipotesis ke-4.

### 4.7.1. Teknik Analisis Hipotesis 1

**Tahap I** : Melakukan *event study* sehingga hipotesis 1 dapat diuji untuk dibuktikan kebenarannya. Langkah-langkah yang harus dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Mengidentifikasi perusahaan emiten yang mengumumkan pembagian dividen tunai yang dimuat dikoran Bisnis Indonesia pada tahun 2000 sesuai dengan kriteria yang ditetapkan.
2. Menghitung *Actual Return* atau return sesungguhnya masing-masing saham perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen tunai setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.1.
3. Menghitung return ekspektasi atau return yang diharapkan masing-masing saham setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.2.

4. Selanjutnya dihitung abnormal return yang diperoleh masing-masing saham perusahaan setiap hari selama  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.3.
5. Menghitung rata-rata return tidak normal (*Average Abnormal Return*) masing-masing saham perusahaan setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.4.
6. Menghitung Akumulasi rata-rata return tidak normal atau *Cumulatif Average Abnormal Return* (CAAR) saham perusahaan dengan rumus 4.5.
7. Melakukan pengujian hipotesis rata-rata tingkat pendapatan abnormal saham, dengan cara sebagai berikut :

- a. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ )

$$H_0 : AAR = 0$$

$$H_1 : AAR \neq 0$$

- b. Menghitung  $t_{hitung}$  dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{AAR}{SD/\sqrt{n}}$$

**Notasi :**

AAR = Rata-rata abnormal return saham pada hari  $t$ .

SD = Standar Deviasi AAR pada hari  $t$ .

$n$  = Banyaknya sampel saham.

- c. Menentukan tingkat kepercayaan sebesar 95%.

- d. Menentukan  $t_{tabel}$ ,  $df = n - 1$ .

- e.  $H_0$  diterima apabila  $t_{\text{statistik}} \leq t_{\text{tabel}}$ . Hal ini berarti tidak terdapat AAR yang signifikan.
- f.  $H_0$  ditolak apabila  $t_{\text{statistik}} > t_{\text{tabel}}$ . Hal ini menunjukkan bahwa terdapat AAR yang signifikan.
8. Melakukan pengujian hipotesis akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal atau *Cumulative Average Abnormal Return* untuk perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen tunai dengan cara sebagai berikut :
- Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ).  
 $H_0: CAAR = 0$   
 $H_1: CAAR \neq 0$
  - Menghitung  $t_{\text{hitung}}$  dengan rumus:
 
$$t_{\text{hitung}} = \frac{CAAR}{SD/\sqrt{n}}$$

Notasi :

CAAR = Akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal.

SD = Standar Deviasi CAAR.

n = Banyaknya sampel saham.
  - Menentukan tingkat kepercayaan sebesar 95%.
  - Menentukan  $t_{\text{tabel}}$ ,  $df=n-1$ .
  - $H_0$  diterima apabila  $t_{\text{hitung}} \leq t_{\text{tabel}}$ . Hal ini berarti tidak terdapat CAAR yang signifikan.



- f.  $H_0$  ditolak apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ . Hal ini menunjukkan bahwa terdapat CAAR yang signifikan.

#### 4.7.2. Teknik Analisis Hipotesis 2

**Tahap II :** Melakukan event study sehingga hipotesis 2 dapat diuji untuk dibuktikan kebenarannya. Langkah-langkah yang harus dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Mengumpulkan data perusahaan emiten yang mengumumkan pembagian dividen tunai yang dimuat dikoran *Bisnis Indonesia* pada tahun 2000.
2. Mengidentifikasi perusahaan emiten yang mengalami kenaikan dividen dengan cara membandingkan tingkat nilai dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1998, 1999 dan 2000 dengan menggunakan data yang diperoleh dari buku *Indonesian Capital Market Directory*.
3. Menghitung *Actual Return* atau return sesungguhnya masing-masing saham perusahaan yang mengalami kenaikan dividen tunai setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.1.
4. Menghitung return ekspektasi atau return yang diharapkan masing-masing saham perusahaan yang mengalami kenaikan dividen tunai setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.2.

5. Selanjutnya dihitung abnormal return yang diperoleh masing-masing saham perusahaan yang mengalami kenaikan dividen tunai setiap hari selama  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.3
6. Menghitung rata-rata return tidak normal (*Average Abnormal Return*) masing-masing saham perusahaan yang mengalami kenaikan dividen setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.4.
7. Menghitung Akumulasi rata-rata return tidak normal atau *Cumulatif Average Abnormal Return* (CAAR) perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dengan rumus 4.5.
8. Melakukan pengujian hipotesis rata-rata tingkat pendapatan abnormal saham, dengan cara sebagai berikut :
  - a. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ )
   
 $H_0 : AAR \leq 0$  (tidak terdapat AAR positif)
   
 $H_1 : AAR > 0$  (terdapat AAR positif)
  - b. Menghitung  $t_{hitung}$  dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{AAR_{dividensk}}{SD / \sqrt{n}}$$

**Notasi :**

AAR = Rata-rata abnormal return saham pada hari  $t$ .

SD = Standar Deviasi AAR pada hari  $t$ .

$n$  = Banyaknya sampel saham.

- c. Menentukan tingkat kepercayaan sebesar 95%.
- d. Menentukan  $t_{tabel}$ ,  $df = n - 1$ .
- e.  $H_0$  diterima apabila  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ . Hal ini berarti tidak terdapat AAR positif yang signifikan.
- f.  $H_0$  ditolak apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ . Hal ini menunjukkan bahwa terdapat AAR positif yang signifikan.

9. Melakukan pengujian hipotesis akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal atau *Cumulative Average Abnormal Return* untuk perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dengan cara sebagai berikut :

- a. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ).  
 $H_0$  : CAAR  $\leq 0$  (tidak terdapat CAAR positif)  
 $H_1$  : CAAR  $> 0$  (terdapat CAAR positif)
- b. Menghitung  $t_{hitung}$  dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{CAAR}{SD / \sqrt{n}}$$

Notasi :

CAAR = Akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal.

SD = Standar Deviasi CAAR.

n = Banyaknya sampel saham.

- c. Menentukan tingkat kepercayaan sebesar 95%.
- d. Menentukan  $t_{tabel}$ ,  $df = n - 1$ .
- e.  $H_0$  diterima apabila  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ . Hal ini berarti tidak terdapat CAAR positif yang signifikan.

- f.  $H_0$  ditolak apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$  Hal ini menunjukkan bahwa terdapat CAAR positif yang signifikan.

#### 4.7.3. Teknik Analisis Hipotesis 3

Tahap III : Setelah melakukan pengujian terhadap saham perusahaan yang mengalami kenaikan dividen maka selanjutnya melakukan pengujian event study terhadap saham perusahaan yang mengalami penurunan dividen. Langkah-langkah yang harus dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Mengumpulkan data perusahaan emiten yang mengumumkan pembagian dividen tunai yang dimuat di koran Bisnis Indonesia pada tahun 2000.
2. Mengidentifikasi perusahaan yang mengalami penurunan dividen dengan cara membandingkan tingkat nilai dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1998, 1999 dan 2000 dengan menggunakan data *Indonesian Capital Market Directory*.
3. Menghitung *Actual Return* atau return sesungguhnya masing-masing saham perusahaan yang mengalami penurunan dividen tunai setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.1.
4. Menghitung return ekspektasi atau return yang diharapkan masing-masing saham perusahaan yang mengalami penurunan dividen tunai setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.2.

5. Selanjutnya menghitung *abnormal return* yang diperoleh masing-masing saham perusahaan yang mengalami penurunan dividen setiap hari selama  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.3.
6. Menghitung rata-rata return tidak normal (*Average Abnormal Return*) masing-masing saham perusahaan yang mengalami penurunan dividen setiap hari mulai  $t - 10$  sampai  $t + 10$  dengan menggunakan rumus 4.4.
10. Menghitung Akumulasi rata-rata return tidak normal atau *Cumulatif Average Abnormal Return* (CAAR) perusahaan yang mengalami penurunan dividen dengan rumus 4.5.
11. Melakukan pengujian hipotesis rata-rata tingkat pendapatan abnormal saham, dengan cara sebagai berikut :
  - a. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ )
    - $H_0$  :  $AAR \geq 0$  (tidak terdapat AAR negatif)
    - $H_1$  :  $AAR < 0$  (terdapat AAR negatif)
  - b. Menghitung  $t_{hitung}$  dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{AAR_{dividennonori}}{SD / \sqrt{n}}$$

Notasi :

AAR = Rata-rata abnormal return saham pada hari  $t$ .

SD = Standar Deviasi AAR pada hari  $t$ .

$n$  = Banyaknya sampel saham.

- c. Menentukan tingkat kepercayaan sebesar 95%.
- d. Menentukan  $t_{tabel}$ ,  $df = n - 1$ .
- e.  $H_0$  diterima apabila  $t_{hitung} \geq t_{tabel}$ . Hal ini berarti tidak terdapat AAR negatif yang signifikan.
- f.  $H_0$  ditolak apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ . Hal ini menunjukkan bahwa terdapat AAR negatif yang signifikan.

12. Melakukan pengujian hipotesis akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal atau *Cumulative Average Abnormal Return* untuk perusahaan yang mengalami penurunan dividen dengan cara sebagai berikut :

- a. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ ).

$H_0$ : CAAR  $\geq 0$  (tidak terdapat CAAR negatif)

$H_1$ : CAAR  $< 0$  (terdapat CAAR negatif)

- b. Menghitung  $t_{hitung}$  dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{CAAR}{SD / \sqrt{n}}$$

Notasi :

CAAR = Akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal.

SD = Standar Deviasi CAAR.

n = Banyaknya sampel saham.

- c. Menentukan tingkat kepercayaan sebesar 95%.
- d. Menentukan  $t_{tabel}$ ,  $df = n - 1$ .
- e.  $H_0$  diterima apabila  $t_{hitung} \geq t_{tabel}$ . Hal ini berarti tidak terdapat CAAR negatif yang signifikan.

$H_0$  ditolak apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ . Hal ini menunjukkan bahwa terdapat CAAR negatif yang signifikan.

#### 4.7.4. Teknik Analisis Hipotesis 4

Tahap IV : Menguji perbedaan abnormal return saham yang signifikan antara perusahaan yang mengalami kenaikan dividen (DN) dan penurunan dividen (DT). Langkah-langkah yang harus dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis null ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ ).

$H_0$  :  $AAR_{DN} = AAR_{DT}$  (AAR perusahaan yang mengalami kenaikan dividen tunai sama dengan AAR perusahaan yang mengalami penurunan dividen tunai)

$H_1$  :  $AAR_{DN} \neq AAR_{DT}$  (AAR perusahaan yang mengalami kenaikan dividen tunai tidak sama dengan AAR perusahaan yang mengalami penurunan dividen tunai)

2. Menghitung  $t_{hitung}$  dengan rumus :

$$t_{hitung} = \frac{AAR_{DN} - AAR_{DT}}{\sqrt{\frac{SD_{DN}^2}{n_{DN}} + \frac{SD_{DT}^2}{n_{DT}}}}$$

Notasi :

$AAR_{DN}$  = rata-rata abnormal return perusahaan dividen naik.

$AAR_{DT}$  = rata-rata abnormal return perusahaan dividen turun.

$SD_{DN}$  = standar deviasi AAR perusahaan dividen naik.

$SD_{DT}$  = standar deviasi AAR perusahaan dividen turun.

$n_{DN}$  = jumlah sampel saham perusahaan dengan dividen naik.

$n_{DT}$  = jumlah sampel saham perusahaan dengan dividen turun.

3. Menentukan tingkat kepercayaan 95 %.
4. Menentukan  $t_{tabel}$   $df = n_{DN} + n_{DT} - 1$
5.  $H_0$  diterima apabila  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ . Hal ini menunjukkan tidak ada perbedaan AAR perusahaan yang menaikkan dividen dengan perusahaan yang menurunkan dividen.  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , hal ini menunjukkan terdapat perbedaan antara AAR perusahaan yang menaikkan dividen dan perusahaan yang menurunkan dividen.



## **BAB 5**

### **ANALISIS HASIL PENELITIAN**

#### **5.1. Data Penelitian**

##### **5.1.1. Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000.**

Pada tahun 1997 krisis ekonomi yang dialami Indonesia menyebabkan banyak perusahaan tidak dapat membagikan dividen tunai tahunan pada para pemegang saham perusahaan. Hal tersebut dikarenakan kinerja perusahaan mengalami kemunduran sehingga tidak mampu mendapatkan keuntungan. Keadaan ekonomi yang kacau tersebut berlanjut pada tahun 1998 dengan pertumbuhan ekonomi sebesar -13,2% dan baru pada tahun 1999, perekonomian Indonesia mulai memperlihatkan sedikit kemajuan dengan pertumbuhan ekonomi sebesar 0,23 %.

Data kompilasi **Sigma Research** menunjukkan lambat laun pembayaran dividen tahunan yang sempat menghilang akibat krisis, menjamur kembali pada tahun 2000 berjalan. Menurut data Bursa Efek Jakarta (yang dikutip Sigma Research) sampai dengan bulan Desember 2000 telah tercatat kurang lebih 100 emiten mengumumkan pembagian dividen. Angka yang cukup besar, mengingat banyak emiten Bursa Efek Jakarta yang mampu mencatat laba bersih selama kurun waktu tahun 1999.

Besarnya dividen yang dibagikan memang bervariasi. Ada emiten yang royal dan sebaliknya emiten yang tergolong pelit juga cukup

banyak. Pembagian dividen memang tergantung pada besarnya laba yang diperoleh pada tahun sebelumnya. Pada tabel 5.1. menunjukkan sebagian daftar emiten yang memberikan dividen yang diumumkan pada tahun 2000.

Tabel 5.1.

Daftar Emiten yang Membayar Dividen Sampai Tanggal 21 Juni 2000

No.	Nama Emiten	Dividen per saham (Rp)	Payout Ratio (%)	Dividen Yield (%)	Gain/Loss 1999	Gain/Loss 2000***
1.	Unilever Indonesia	2500	35.79	2.17	283.35	19.7
2.	Multi Bintang Indonesia	2365	79.95	5.91	0.00	2.50
3.	Sepatu Bata	1350	34.82	9.96	942.27	11.44
4.	Merck Indonesia	900	62.63	11.65	-59.34	79.61
5.	Goodyear Indonesia	700	32.56	7.00	257.14	-20.00
6.	Indosat	333	50.00	4.27	49.64	-35.58
7.	Gudang Garam	260	42.27	2.66	61.37	-29.79
8.	Aqua	400	26.25	5.00	196.30	140.00
9.	Tancho Indonesia	400	68.97	8.00	233.33	-26.43
10.	Citra Turbindo**	451	135.14	2.48	10.39	-13.38
11.	Delta Djakarta	350	8.65	3.54	385.63	-24.24
12.	Rig Tenders	258	32.95	8.06	137.04	-6.25
13.	H.M Sampoerna*	250	16.17	1.41	236.97	-31.93
14.	Tambang Timah	247.37	39.14	5.07	-9.30	-44.10
15.	Asuransi Bintang	210	40.54	12.73	499.99	1.51
16.	Surya Toto Indonesia	200	270.27	3.70	145.46	-7.41
17.	Sari Husada	200	40.73	5.71	77.22	25.71

No.	Nama Emiten	Dividen per saham (Rp)	Payout Ratio (%)	Dividen Yield (%)	Gain/Loss 1999	Gain/Loss 2000***
18.	Tiga Raksa Satria	300	57.64	5.71	218.18	-14.29
19.	Bayer Indonesia SP	180	15.05	2.34	207.99	-2.60
20.	Siantar Top	110	35.71	2.78	95.06	1.27
21.	Fastfood Indonesia	110	40.15	1.16	1552.21	0.00
22.	Telkom	107.75	47.84	2.71	59.00	-22.01
23.	Komatsu Indonesia	104	34.78	5.27	338.89	-30.39
24.	Bayer Indonesia SB	100	8.36	1.43	249.98	-52.85
25.	Ramayana	100	33.56	1.69	206.49	-18.64
26.	Ekadharma Tape	100	18.80	8.89	260	-8.89
27.	Alumindo Light Metal	100	35.34	7.69	300	-19.23

**Keterangan:**

\*) Dividen Interim

\*\*\*) Nilai dikonversi 1 US\$ = Rp. 7050,-

\*\*\*\*) Daftar Emiten yang membayar dividen s/d 21 Juni 2000.

Sumber : Sigma Research

Berdasarkan data, sampai tahun 2000 berakhir emiten asing (PMA) tercatat paling royal dalam membagikan dividen. Selain jumlah sahamnya yang relatif sedikit dibandingkan emiten PMDN, rata-rata emiten PMA memang didukung dengan kinerja keuangan yang solid meski dihantam krisis. Sementara emiten BUMN meski harga sahamnya masih belum bergerak seaktif saham PMA namun tergolong rajin membagikan dividen. Ini terlihat pada Indosat, Telkom dan Tambang Timah. Sehingga memiliki saham PMDN masih menguntungkan.

Secara sektoral, memiliki saham rokok ternyata sangat menguntungkan. Hal ini terlihat dari harga sahamnya yang mampu

memberi gain dan dividen. Dua emiten rokok papan atas Gudang Garam dan HM Sampoerna sepanjang tahun 1999 menunjukkan perbaikan kinerja keuangan yang cukup bagus. Keuntungan yang cukup tinggi diraih oleh Gudang Garam selain harga sahamnya memberi gain 61.37% pada tahun 1999, perseroan juga membagikan dividen sebesar Rp 260 per lembar sahamnya. Sementara HM Sampoerna yang harga sahamnya melejit 200% selama 1999, membagikan dividen interim sebesar Rp 250 dan dividen final sebesar Rp 250 sehingga total dividen tunai Rp 500 per saham. Pada sektor ritel yang dimotori oleh Ramayana dan Matahari, pemegang sahamnya masih sedikit menerima dividen namun investor memperoleh gain yang cukup tinggi. Sementara itu di sektor finansial dan property para pemegang sahamnya masih harus sabar menanti pembayaran dividen. Sektor finansial dan property yang merupakan sektor yang paling terpuruk karena krisis ekonomi, dan sampai saat ini masih belum menunjukkan kebangkitannya.

Emiten PMA masih mendominasi dalam hal besarnya dividen yang dibagikan. Sejak go public, emiten PMA memang tergolong rajin membagikan dividen. Unilever Indonesia termasuk kontinyu dan royal dalam membagi dividen disusul Multi Bintang yang pada tahun 1999 membukukan keuntungan senilai Rp 62,319 miliar dan membagi dividen sebesar Rp 2.365 per lembar saham. Peringkat selanjutnya Sepatu Bata yang membagi dividen Rp 1350, Merck Indonesia Rp 900 dan Goodyear Rp 700 perlembar sahamnya.

Menyimak kinerja keuangan para emiten PMA di bursa memang relatif tidak terguncang krisis. Selain tidak memiliki utang dalam dolar AS yang menggunung, rata-rata utangnya bisa ditanggulangi oleh perusahaan induknya di luar negeri. Pemegang saham PMA memang tidak bisa berharap banyak pada kenaikan harga sahamnya. Sehingga besarnya dividen menjadi harapan pemodal untuk menikmati keuntungan. Sebab, rata-rata sahamnya tidak likuid dan harga sahamnya cukup mahal. Meski demikian data menunjukkan saham-saham PMA sepanjang tahun 1999 mengalami kenaikan yang fantastis. Seperti yang dialami Unilever Indonesia yang harganya melonjak 283,35 % atau harga saham Sepatu Bata yang melejit dari Rp 1300 menjadi Rp 13.550 per unit. Kondisi ini jelas menguntungkan para pemegang sahamnya terutama investor jangka panjang yang selain menikmati keuntungan dalam bentuk gain juga mengharap pembayaran dividen.

Dengan keadaan harga saham yang masih berfluktuasi akibat situasi politik dan ekonomi yang tidak stabil, pembagian dividen yang dilakukan sejumlah emiten tentunya melegakan pemegang sahamnya. Apalagi untuk investor lembaga maupun perorangan yang berorientasi jangka panjang dalam melakukan investasi. Tak bisa dipungkiri bahwa investor yang melakukan *long term investment* selain mengharapkan kenaikan saham juga mengharapkan dividen tunai tahunan. Meskipun sahamnya sampai saat ini masih loss dibandingkan ketika dibeli tetapi adanya dividen (meski relatif sedikit) para pemegang saham masih dapat

bernafas lega atau dengan kata lain investor dapat meminimalkan kerugian.

Secara garis besar, pembayaran dividen yang dilakukan pada tahun 2000 jauh lebih meningkat apabila dibandingkan pada tahun 1998 dan 1999. Pada tahun 1998, hampir 79 % emiten yang terdaftar di Bursa tidak membayar dividen. Pada tahun 1999 prosentase emiten yang tidak membayar dividen menurun menjadi 68 % dari 281 emiten. Sedangkan pada tahun 2000 terjadi perkembangan yang cukup menggembirakan yaitu 102 dari 281 emiten mengumumkan pembayaran dividen tunai (seperti yang dimuat pada Harian Bisnis Indonesia).

#### **5.1.2. Pemilihan Sampel Saham Perusahaan yang Mengumumkan Pembayaran Dividen Tunai tahun 2000**

Terdapat 35 saham perusahaan emiten yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian. Sampel saham perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen tunai tahun 2000 terbagi atas pembayaran dividen tunai naik maupun turun. Guna mempermudah pemahaman, sampel tersebut dikelompokkan berdasarkan karakteristik industri perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta, sebagai berikut :

Tabel 5.2.

## Sektor Industri Perusahaan Sampel

Sektor Industri	Dividen Naik	Dividen Turun
Agriculture, Forestry & Fishing	-	1 (Astra Agro Lestari)
Mining and Mining Service	-	2 (Tambang Timah dan Aneka Tambang)
Manufacturing (Food and Beverage)	3 (Siantar TOP, Aqua Golden Mississippi dan Multi Bintang Indonesia)	-
Manufacturing (Tobacco)	1 (Gudang Garam)	-
Manufacturing (Textile Mills Products)	1 (Century Textile)	3 (Roda Vivatex, Sunson Textile dan TIFICO)
Manufacturing (Apparel & Other Textile Products)	1 (Sepatu Bata)	-
Manufacturing (Chemical and Allied Products)	-	2 (Lautan Luas dan Unggul Indah Cahaya)
Manufacturing (Adhesive)	-	1 (Duta Pertiwi Nusantara)
Manufacturing (Plastic and Glass Products)	1 (Berlina Co. Ltd)	1 (Igar Jaya)
Manufacturing (Cement)	1 (Semen Gresik)	-
Manufacturing (Metal & Allied Products)	1 (Indal Aluminium)	1 (Citra Tubindo)
Manufacturing (Machinery)	1 (Komatsu)	-
Manufacturing (Automotive & Allied Products)	1 (Tunas Ridean)	1 (Selamat Sempurna)
Manufacturing (Pharmaceuticals)	1 (Tempo Scan)	-
Manufacturing (Consumer Goods)	1 (Tancho Indonesia)	2 (Mustika Ratu dan Unilever Indonesia)

Sektor Industri	Dividen Naik	Dividen Turun
Transportation Service	-	1 (Centris)
Communication	1 (Telekomunikasi Indonesia)	1 (INDOSAT)
Whole Sale and Retail Trade	-	1 (Tiga Raksa Satria)
Banking	-	1 (Bank NISP)
Securities	-	1 (Makindo)
Insurance	-	1 (Asuransi Ramayana)
Real Estate and Property	1 (Pudjiadi Prestige Limited )	-
<b>JUMLAH</b>	<b>15</b>	<b>20</b>

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

Berdasarkan data, pada *Manufacturing sector* tercatat paling banyak anggota emitennya membagi nominal dividen naik daripada tahun sebelumnya. Diartikan emiten tersebut berhasil mendapatkan laba lebih tinggi dari tahun sebelumnya sehingga emiten tersebut dapat membagi dividen pada pemegang sahamnya. Sektor manufaktur terutama untuk kelompok *Food and Beverage* tercatat tiga emiten yang mengalami kenaikan dividen yaitu Siantar TOP sebesar Rp 110 per lembar saham, Aqua Golden Mississippi membagi sebesar Rp 400 naik Rp 100 dari tahun sebelumnya dan Multi Bintang Indonesia yang tercatat membagi dividen yang terbesar nominalnya yaitu sebesar Rp 3631 per lembar saham. Sektor manufaktur yang mengalami penurunan dividen terbanyak adalah kelompok *Chemical and Allied Products* yaitu Lautan Luas Tbk dan Unggul Indah Cahaya Tbk.



Sedangkan sektor Financial (Banking, Securities, Insurance dan Property) tercatat paling banyak anggota emitennya membagikan dividen yang turun nominalnya apabila dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Contoh : NISP hanya membagi dividen sebesar Rp 5 dibandingkan tahun sebelumnya sebesar Rp 19.

Jelaslah berdasarkan tabel 5.2. sektor manufaktur tetap paling aktif dan royai dalam membagi dividen sedangkan sektor finansial tercatat paling rendah dalam membagi dividen. Hal tersebut diakibatkan karena periode penelitian yang dilakukan saat ini merupakan periode krisis ekonomi yang memang pengaruhnya paling dirasakan pada sektor finansial.

### **5.1.3. Pemilihan Sampel Saham Perusahaan yang Mengalami Kenaikan Dividen**

Berdasarkan pada kriteria-kriteria yang sudah ditetapkan pada populasi, maka diperoleh 15 saham perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan yang mengalami kenaikan dividen, sebagai berikut :

Tabel 5.3.

## Daftar Emiten yang Mengalami Kenaikan Dividen

No	Nama Emiten	Tanggal Deklarasi	DPS 1998	DPS 1999	DPS 2000
1.	Tancho Indonesia Tbk, PT	18 Januari 2000	Rp 50	Rp 150	Rp 400
2.	Telekomunikasi Indonesia Tbk, PT	7 April 2000	Rp 49	Rp 51	Rp 107,75
3.	Komatsu Indonesia Tbk, PT	4 Mei 2000	Rp 109	Rp 92	Rp 104
4.	Indal Alumunium Industry Tbk, PT	9 Mei 2000	Rp -	Rp 20	Rp 35
5.	Siantar TOP Tbk, PT	2 Juni 2000	Rp -	Rp 85	Rp 110
6.	Aqua Golden Mississippi Tbk, PT	19 Juni 2000	Rp -	Rp 300	Rp 400
7.	Tempo Scan Pacific Tbk, PT	20 Juni 2000	Rp -	Rp 25	Rp 50
8.	Semen Gresik (Persero) Tbk, PT	27 Juni 2000	Rp -	Rp135	Rp 162,24
9.	Pudjadi Prestige Limited Tbk, PT	28 Juni 2000	Rp 10	Rp -	Rp 15
10.	Berlina Co. Ltd Tbk, PT	30 Juni 2000	Rp 35	Rp20	Rp100
11.	Century Textile Industry (Centex) Tbk, PT	22 Agustus 2000	Rp 300	Rp -	Rp 400
12.	Multi Bintang Indonesia Tbk, PT	17 Oktober 2000	Rp -	Rp 2365	Rp 3631
13.	Gudang Garam Tbk, PT	10 November 2000	Rp 120	Rp 260	Rp 500
14.	Tunas Ridean Tbk PT	15 November 2000	Rp-	Rp 28	Rp 55
15.	Sepatu Bata Tbk, PT	16 November 2000	Rp -	Rp 1350	Rp 2000

Sumber : Indonesian Capital Market Directory

Berdasarkan tabel 5.3. dapat disimpulkan Multi Bintang Indonesia tercatat mengungguli emiten manapun dalam nominal pembagian dividen. Nominal dividen yang dibagikan selalu berada diatas kisaran Rp 2000 bahkan pada pengumuman dividen untuk tahun 2000 Multi Bintang membagi dividen sebesar Rp 3631. Kedudukan Multi Bintang disusul oleh Sepatu Bata yang membagi dividen sebesar Rp 2000

naik Rp 650 dari dividen sebelumnya. Namun yang tercatat konsisten membayar dan menaikkan nominal dividennya adalah Tancho Indonesia, Telekomunikasi Indonesia, dan Gudang Garam. Sedangkan emiten yang lain mengalami pembagian dividen yang fluktuatif tergantung dari laba yang didapatkannya.

#### 5.1.4. Pemilihan Sampel Saham Perusahaan yang Mengalami Penurunan Dividen

Berdasarkan pada kriteria-kriteria yang sudah ditetapkan pada populasi, maka diperoleh 20 saham perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan yang mengalami penurunan dividen, sebagai berikut :

Tabel 5.4.

#### Daftar Emiten yang Mengalami Penurunan Dividen

No	Nama Emiten	Tanggal Deklarasi	DPS 1998	DPS 1999	DPS 2000
1.	Tigaraksa Satria Tbk, PT	8 Maret 2000	Rp 700	Rp -	Rp 300
2.	Tambang Timah Tbk, PT	28 April 2000	Rp 141	Rp 409	Rp 247.37
3.	Indonesia Satellite Corporation Tbk	27 April 2000	Rp 168	Rp 425	Rp 333
4.	Selamat Sempurna Tbk, PT	9 Mei 2000	Rp 51	Rp 132	Rp 31
5.	Bank NISP Tbk, PT	12 Mei 2000	Rp 65	Rp 19	Rp 5
6.	Asuransi Ramayana Tbk, PT	12 Mei 2000	Rp 168	Rp -	Rp 56
7.	Astra Argo Lestari Tbk, PT	12 Mei 2000	Rp -	Rp 60	Rp 45
8.	Mustika Ratu Tbk, PT	17 Mei 2000	Rp -	Rp 80	Rp 69
9.	Aneka Tambang (Persero) Tbk, PT	19 Mei 2000	Rp -	Rp 104	Rp 79.19

No	Nama Emiten	Tanggal Deklarasi	DPS 1998	DPS 1999	DPS 2000
10.	Citra Tubindo Tbk PT	26 Mei 2000	Rp 500	Rp 1450	Rp 451
11.	Igarjaya Tbk, PT	16 Juni 2000	Rp -	Rp 100	Rp 8.25
12.	Centris Multi Persada Pratama Tbk, PT	19 Juni 2000	Rp 15	Rp -	Rp 6
13.	Lautan Luas Tbk, PT	20 Juni 2000	Rp -	Rp 133	Rp18
14.	Teijin Indonesia Fiber Corporation (TIFICO) Tbk, PT	19 Juni 2000	Rp-	Rp 155	Rp 25
15.	Unggul Indah Cahaya Tbk, PT	22 Juni 2000	Rp -	Rp 450	Rp 1
16.	Makindo Tbk, PT	28 Juni 2000	Rp 74	Rp -	Rp 20.89
17.	Sunson Textile Manufacture Tbk, PT	30 Juni 2000	Rp -	Rp 8	Rp 5
18.	Roda Vivatex Tbk	3 Juli 2000	Rp 60	Rp 80	Rp 35
19.	Duta Pertiwi Nusantara Tbk, PT	4 Juli 2000	Rp 55	Rp 100	Rp 50
20	Unilever Indonesia Tbk, PT	15 November 2000	Rp 400	Rp 2500	Rp 200

Sumber : Indonesia Capital Market Directory.

Berdasarkan tabel 5.4. perusahaan yang mengalami penurunan dividen terbanyak adalah Unilever Indonesia dari Rp 2500 ke Rp 200. Hal tersebut dikarenakan Unilever melakukan investasi diluar *core businessnya* yaitu *consumer goods* ke *instant food* dengan mengeluarkan produk Mie & Mie dan Tara Nasiku. Sehingga manajemen Unilever memutuskan menurunkan dividen tunai yang dibagikan karena butuh banyak dana untuk kepentingan investasinya. Disusul Citra Tubindo mengalami penurunan sebanyak Rp 1000 dari Rp 1450 menjadi Rp 451. Unggul Indah Cahaya yang mengalami penurunan dari Rp 450 menjadi 1 rupiah. Disusul Igar Jaya yang juga mengalami penurunan cukup drastis dari Rp 100 ke Rp 8.25. Sedangkan yang mengalami kontinuitas

penurunan dividen adalah Bank NISP, Asuransi Ramayana, Igar Jaya dan Astra Argo.

#### 5.1.5. Harga Saham (Closing Price) selama Periode Pengamatan

Data harga saham selama periode pengamatan (Ditampilkan pada lampiran 2) diperlukan untuk menghitung *Actual Return* saham-saham tersebut. Pada tabel 5.5. digambarkan peringkat saham perusahaan yang mengalami kenaikan dan penurunan dividen berdasarkan rata-rata closing price tertinggi sampai dengan rata-rata closing price terendah .

Tabel 5.5.

#### Rata-rata Harga Saham Perusahaan Dividen Naik dan Dividen Turun

Dividen Naik	Rata-Rata Harga Saham	Dividen Turun	Rata-Rata Harga Saham
1. Multi Bintang	Rp 35.425	1. Unilever	Rp 62.350
2. Aqua Golden	Rp 16.700	2. Citra Tubindo	Rp 12.400
3. Sepatu Bata	Rp 13.150	3. Indosat	Rp 11.050
4. Gudang Garam	Rp 11.800	4. Tiga Raksa	Rp 3600
5. Semen Gresik	Rp 7500	5. Tambang Timah	Rp 3000
6. Century Textile	Rp 6000	6. Makindo	Rp 3000
7. Tancho Indonesia	Rp 4700	7. Mustika Ratu	Rp 2200
8. Siantar TOP	Rp 3850	8. Unggul Indah	Rp 1900
9. Tempo Scan	Rp 3600	9. Astra Argo	Rp 1700
10. Telkom	Rp 3500	10. Selamat Sempurna	Rp 1200
11. Komatsu	Rp 1500	11. Roda Vivatex	Rp 1200
12. Berlina	Rp 1200	12. Aneka Tambang	Rp 1050
13. Tunas Ridean	Rp 1150	13. Asuransi Ramayana	Rp 1000
14. Indal Aluminium	Rp 565	14. Centris	Rp 800
15. Pudjiadi Prestige	Rp 243	15. Duta Pertiwi	Rp 600
		16. TIFICO	Rp 555
		17. Lautan Luas	Rp 500
		18. Sunson Textile	Rp 450
		19. Bank NISP	Rp 300
		20. Igar Jaya	Rp 165

Sumber : Lampiran 2 diolah

### 5.1.6. Perkembangan IHSG selama Periode Pengamatan

Indeks Harga Saham Gabungan menggambarkan suatu rangkaian informasi historis mengenai pergerakan harga saham gabungan. Biasanya pergerakan saham gabungan ini disajikan setiap hari, berdasarkan harga penutupan di bursa hari tersebut. Indeks Harga Saham Gabungan mencerminkan suatu nilai yang berfungsi sebagai pengukuran kinerja suatu saham gabungan di bursa efek. Maksud dari kata "gabungan" adalah kinerja saham yang dimasukkan dalam perhitungan lebih dari satu yang berarti seluruh saham yang tercatat di bursa tersebut.

Secara garis besar, Indeks Harga saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000 terus berfluktuasi dan mengalami penurunan (Data pada lampiran 3). Sebagai contoh pada hari pertama perdagangan di bursa yaitu tanggal 4 Januari 2000 tercatat Indeks Harga Saham Gabungan sebesar 700,218 kemudian pada hari penutupan perdagangan untuk tahun 2000, yaitu pada tanggal 22 Desember 2000 indeks tercatat 416,321. Penurunan yang terjadi cukup besar, sehingga dapat disimpulkan pasar modal Indonesia pada tahun 2000 mengalami *bearish*. Pada tabel 5.6. digambarkan pergerakan rata-rata Indeks Harga Saham Gabungan untuk bulan Januari sampai Desember 2000.

**Tabel 5.6.**  
**Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)**  
**Januari – Desember Tahun 2000**

<b>BULAN</b>	<b>IHSG</b>
<b>Januari</b>	671.177
<b>Februari</b>	610.409
<b>Maret</b>	578.593
<b>April</b>	544.966
<b>Mei</b>	511.919
<b>Juni</b>	484.936
<b>Juli</b>	506.309
<b>Agustus</b>	489.753
<b>September</b>	439.409
<b>Oktober</b>	416.317
<b>November</b>	423.093
<b>Desember</b>	423.351

**Sumber :** Lampiran 3, diolah.

Berdasarkan data, pada bulan Januari 2000 rata-rata Indeks Harga Saham Gabungan tercatat paling tinggi apabila dibandingkan pada bulan-bulan selanjutnya yaitu sebesar 671,177. Kemudian pada bulan Februari sampai bulan Juni, Indeks Harga Saham Gabungan terus merosot sampai pada level 484.936. Pada bulan Juli, Indeks Harga Saham Gabungan sedikit terangkat pada level 506.309. Kemudian turun sampai mencapai level terendah yaitu sebesar 416.317 pada bulan Oktober diperkirakan karena banyak kerusuhan terjadi di Indonesia termasuk pengeboman Bursa Efek Jakarta. Bulan Desember 2000 rata-rata Indeks Harga Saham Gabungan ditutup pada level 423.351. Sehingga terjadi penurunan level sebesar 247.826 apabila dibandingkan pada bulan

Januari 2000. Dapat disimpulkan pada tahun 2000, Bursa Efek Jakarta mengalami kelesuan perdagangan atau bearish.

## 5.2. Analisis

### 5.2.1. Hasil Uji Hipotesis Pertama

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk membuktikan apakah disekitar pengumuman pembayaran dividen terdapat abnormal return yang signifikan. Tabel 5.7. menampilkan hasil pengujian-t (*t test*) pada sampel saham perusahaan yang diolah dengan menggunakan program SPSS versi 10.00

Tabel 5.7.

Hasil Uji Statistik pada Perusahaan yang Mengumumkan Pembayaran Dividen Tunai

Hari ke	AAR	t Statistik	CAAR	t Statistik
-10	-1.6571E-03	-0.193	1.743E-02	0,628
-9	-2.4286E-03	-0.290	1.500E-02	0,540
-8	-2.2000E-03	-0.340	1.277E-02	0,473
-7	0.2738	0.999	0.2611	0,955
-6	1.271E-02	0.954	0.2738	1,002
-5	7.429E-04	0.071	0.2745	1,003
-4	1.760E-02	2.524 *	0.2571	0,938
-3	3.829E-03	0.748	0.2532	0,922
-2	2.086E-03	0.468	0.2553	0,930
-1	4.000E-04	0.080	0.2550	0,927
0	5.943E-03	0.653	0.2608	0,950
1	1.174E-02	1.497	0.2490	0,906
2	4.486E-03	0.695	0.2535	0,923
3	6.057E-03	1.039	0.2474	0,899
4	1.200E-03	0.314	0.2486	0,906
5	5.943E-03	2.009 *	0.2546	0,924
6	4.171E-03	0.745	0.2589	0,939
7	1.171E-03	0.397	0.2600	0,941
8	2.057E-03	0.286	0.2580	0,935
9	3.257E-03	0.357	0.2612	0,9462
10	6.429E-03	0.675	0.2677	0,966

Keterangan : \*) Signifikan pada level 5%, Sumber : Lampiran 7 diolah

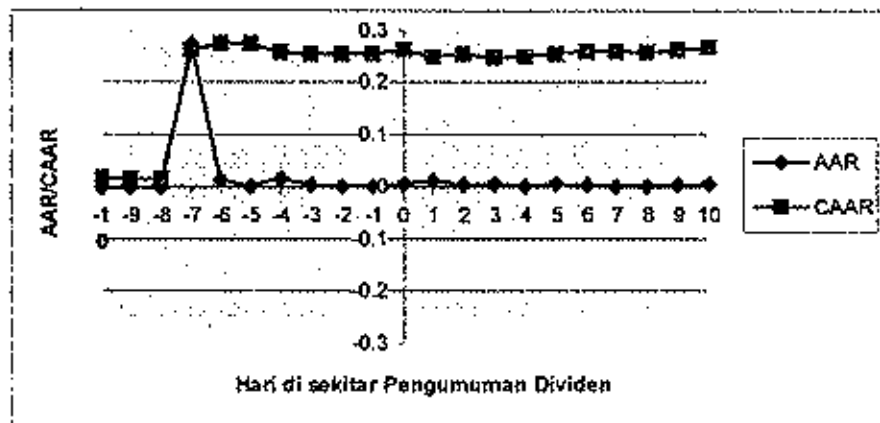


Pada tabel 5.7 terlihat selama pengamatan, rata-rata abnormal return (AAR) yang signifikan pada level 5% terjadi di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen. Rata-rata abnormal return tersebut terjadi pada hari minus 4 dan hari ke 5. Rata-rata abnormal return yang terjadi pada hari ke -4 dan hari ke 5 terlihat bertanda positif.

Sedangkan pada hasil uji-t terhadap kumulatif rata-rata abnormal return (CAAR) walaupun tidak ada yang signifikan namun semua kumulatif rata-rata abnormal returnnya menunjukkan tanda positif. Apabila dicermati secara keseluruhan, tampaknya peristiwa pengumuman pembayaran dividen secara mayoritas direaksi positif oleh investor.

Berdasarkan penjabaran pada tabel 5.7, dapat disimpulkan adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai. Pada hari ke -4 adanya rata-rata abnormal return yang signifikan menunjukkan adanya suatu kebocoran informasi tentang pengumuman pembayaran dividen sebelum diumumkan secara resmi oleh emiten. Kemudian pada hari ke 5 terdapat abnormal return positif yang signifikan, hal itu menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar menyerap informasi tersebut dengan lambat. Tanda positif pada abnormal return menunjukkan pasar bereaksi positif terhadap peristiwa pengumuman pembayaran dividen. Sehingga berdasarkan uraian disimpulkan untuk pengujian hipotesis pertama : Hipotesis Null ditolak dan Hipotesis Alternatif ( $H_1$ ) dapat diterima kebenarannya pada hari ke -4 dan hari ke 5.

Jika digambarkan secara grafis maka abnormal return perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen nampak pada gambar 5.1. berikut ini :



Gambar 5.1.

### Abnormal Return Pengumuman Pembayaran Dividen

#### 5.2.2. Hasil Uji Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk membuktikan apakah disekitar pengumuman dividen naik terdapat abnormal return positif. Tabel 5.8. menampilkan hasil pengujian-t (*t test*) pada sampel saham perusahaan yang diolah dengan menggunakan program SPSS versi 10.00

Tabel 5.8.

#### Hasil Uji Statistik pada Perusahaan Dividen Naik

Hari ke	AAR	t statistik	CAAR	t statistik
-10	5.200E-03	0.798	3.313E-02	0.851
-9	4.400E-03	0.338	3.747E-02	0.989
-8	-5.800E-03	-1.321	3.153E-02	0.805
-7	-3.600E-03	-0.730	2.780E-02	0.722
-6	2.000E-04	0.008	2.807E-02	0.954
-5	1.267E-02	0.755	4.073E-02	1.264
-4	2.000E-02	1.504	6.080E-02	1.504

Hari ke	AAR	t statistik	CAAR	t statistik
-3	9.667E-03	2.011	7.033E-02	1.761
-2	-4.87E-03	-0.824	6.560E-02	1.659
-1	-6.13E-03	-0.805	5.947E-02	1.705
0	1.727E-02	1.907	7.680E-02	2.090
1	1.173E-02	2.095	8.853E-02	2.449 *
2	-1.07E-03	-0.118	8.740E-02	2.682 *
3	-2.73E-03	-0.574	8.467E-02	2.476 *
4	3.133E-03	1.084	8.793E-02	2.641 *
5	2.667E-04	0.073	8.807E-02	2.597 *
6	-7.27E-03	-0.904	8.073E-02	2.565 *
7	-3.33E-03	-0.876	7.747E-02	2.506 *
8	5.733E-03	1.031	8.313E-02	2.745 *
9	5.667E-03	0.311	8.873E-02	2.128
10	-1.85E-02	-0.890	7.020E-02	1.839

Keterangan : \*) Signifikan pada level 5%

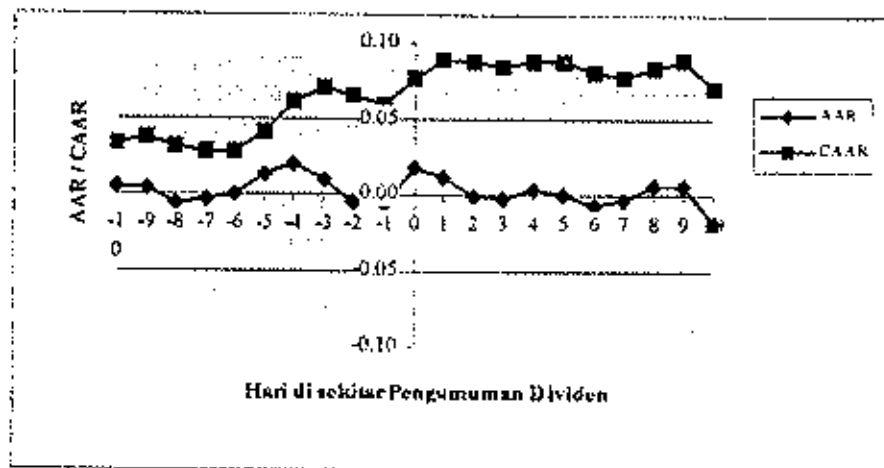
Sumber : Lampiran 8 diolah

Pada tabel 5.8, terlihat selama pengamatan, rata-rata abnormal return (AAR) positif terjadi disekitar tanggal pengumuman dividen naik yaitu pada hari ke -10, -9, -6, -5, -4, -3, pada tanggal peristiwa (0), lalu pada hari ke 1, 4, 5, 8, hari ke 9. Sedangkan pada hasil uji-t terhadap kumulatif rata-rata abnormal return (CAAR) hampir seluruhnya menghasilkan abnormal return positif. Berdasarkan perhitungan CAAR, abnormal return positif yang signifikan pada level 5% terjadi pada hari ke 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 dan hari ke 8.

Berdasarkan penjabaran tabel 5.7, dapat disimpulkan adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman, yaitu pada hari 1,2,3,4,5,6,7,8 yang menunjukkan adanya suatu informasi pengumuman pembayaran dividen sesudah diumumkan. Adanya abnormal return positif yang signifikan pada hari ke 1 sampai hari ke 8 menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (Investor masih dapat

memperoleh abnormal return paling tidak dalam jangka waktu lebih dari seminggu) Hal ini menunjukkan Bursa Efek Jakarta tidak efisien dalam bentuk setengah kuat. Sehingga Hipotesis Null ditolak dan Hipotesis Alternatif ( $H_1$ ) diterima kebenarannya pada hari ke 1,2,3,4,5,6,7 dan 8.

Jika digambarkan secara grafis maka abnormal return perusahaan dividen naik nampak pada gambar 5.2. berikut ini :



Gambar 5.2.  
Abnormal Return Dividen Naik

### 5.2.3. Hasil Uji Hipotesis Ketiga

Pengujian hipotesis ketiga dilakukan untuk membuktikan apakah di sekitar pengumuman dividen turun terdapat abnormal return negatif. Tabel 5.9. menampilkan hasil pengujian t (*t-test*) pada sampel saham perusahaan yang diolah dengan menggunakan program SPSS versi 10.00.

**Tabel 5.9.**  
**Hasil Uji Statistik pada Perusahaan Dividen Turun**

Hari ke	AAR	t Statistik	CAAR	t Statistik
-10	-6.80E-03	-0.475	5.650E-03	0.143
-9	-7.55E-03	-0.682	-1.85E-03	-0.046
-8	5.000E-04	0.046	-1.30E-03	-0.035
-7	-0.4765	-0.994	-0.4778	-1.002
-6	-2.24E-02	-1.618	-0.5002	-1.050
-5	-1.08E-02	-0.825	-0.5110	-1.072
-4	1.580E-02	2.147 *	-0.4955	-1.039
-3	-5.50E-04	-0.067	-0.4959	-1.038
-2	-6.94E-19	0.000	-0.4959	-1.039
-1	5.300E-03	0.796	-0.4908	-1.025
0	-2.34E-02	-1.755	-0.5141	-1.078
1	1.175E-02	0.887	-0.5022	-1.052
2	-7.05E-03	-0.766	-0.5092	-1.067
3	1.265E-02	1.345	-0.4965	-1.038
4	-4.45E-03	-0.705	-0.5010	-1.050
5	-1.06E-02	-2.542 *	-0.5116	-1.069
6	-1.85E-03	-0.235	-0.5136	-1.072
7	4.500E-04	0.103	-0.5131	-1.069
8	-7.00E04	-0.058	-0.5138	-1.072
9	-9.95E-03	-1.167	-0.5236	-1.089
10	2.600E-03	0.435	-0.5212	-1.082

Keterangan : \*) Signifikan pada level 5 %

Sumber : Lampiran 9 diolah.

Pada tabel 5.9. terlihat bahwa selama periode pengamatan, rata-rata abnormal return (AAR) negatif terjadi disekitar tanggal pengumuman dividen turun yaitu pada hari -10, -9, -7, -6, -5, -3, hari peristiwa, hari ke 2, 4, 5, 6, 8, dan hari ke 8. Namun rata-rata abnormal return negatif yang signifikan pada level 5 % terjadi pada hari ke -4 dan hari ke 5.

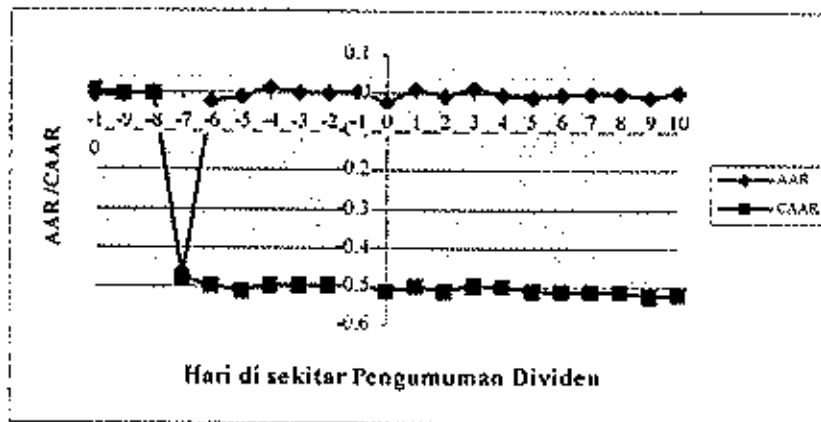
Sesuatu hal menarik yang terjadi adalah munculnya abnormal return positif yang signifikan pada level 5 % yang terjadi pada hari ke -4.

Abnormal return positif tersebut terjadi pada saat sebelum tanggal pengumuman dividen. Hal tersebut dikarenakan terjadi kebocoran informasi tentang rencana pembagian dividen oleh emiten kepada investor sebelum dividen diumumkan, namun investor masih belum mengetahui nominal dari dividen yang dibagikan. Oleh sebab itu investor memberikan reaksi positif. Investor baru menyadari "kabar buruk" yang terkandung pada pengumuman dividen yang nominalnya turun pada saat dividen diumumkan. Terbukti pada tanggal diumumkannya dividen turun, muncul abnormal return negatif yang signifikan pada level 5 % pada hari ke 5. Kesemuanya membuktikan terdapat abnormal return negatif disekitar tanggal pengumuman dividen turun. Hipotesis ini diperkuat oleh perhitungan akumulasi rata-rata abnormal return (CAAR) yang walaupun tidak terdapat abnormal return negatif yang signifikan namun mulai pada hari ke-9 sampai hari terakhir pengamatan menghasilkan abnormal return negatif.

Dapat disimpulkan bahwa investor sudah mendapatkan kebocoran informasi tentang pengumuman dividen pada hari ke -4. Pada saat itu investor memberi reaksi positif karena mendengar emiten akan mengumumkan dividen. Reaksi investor yang tepat muncul pada saat dividen diumumkan dan diketahui nominal yang mengalami penurunan. Saat itu muncul abnormal return negatif pada hari ke 5. Hal tersebut mengindikasikan Bursa Efek Jakarta belum efisien dalam bentuk setengah kuat dikarenakan investor masih mendapatkan abnormal return dalam jangka waktu yang berkepanjangan. Sehingga Hipotesis Null ditolak dan

Hipotesis alternatif ( $H_1$ ) dapat diterima kebenarannya pada hari ke -4 dan hari ke 5.

Jika digambarkan secara grafis, maka abnormal return perusahaan dividen turun nampak pada gambar 5.3. berikut ini :



**Gambar 5.3.**  
**Abnormal Return Untuk Dividen Turun**

#### 5.2.4. Hasil Uji Hipotesis Keempat

Pengujian yang keempat dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara perusahaan yang membagikan dividen naik dan dividen turun. Tabel 5.10 menampilkan hasil pengujian pada sampel saham perusahaan yang diolah dengan menggunakan program SPSS versi 10.00.

**Tabel 5.10.**  
**Hasil Uji t Perbedaan Abnormal Return Saham Perusahaan yang**  
**mengalami Kenaikan dan Penurunan Dividen**

Hari ke	T Statistk	Sig.(2-tailed)	Mean Difference
-10	-0.685	0.498	1.200E-02
-9	0.702	0.488	1.195E-02
-8	-0.477	0.637	-6.3000E-03
-7	0.851	0.401	0.4729
-6	0.835	0.410	2.260E-02
-5	1.120	0.271	2.347E-02
-4	0.294	0.771	4.200E-03
-3	0.987	0.331	1.022E-02
-2	-0.534	0.597	-4.8667E-03
-1	-1.129	0.267	-1.1433E-02
0	2.350 *	0.025 *	4.062E-02
1	-0.001	0.999	-1.6667E-05
2	0.453	0.653	5.983E-03
3	-1.321	0.196	-1.5383E-02
4	0.981	0.334	7.583E-03
5	1.885	0.068	1.087E-02
6	-0.473	0.639	-5.4167E-03
7	-0.628	0.534	-3.7833E-03
8	0.437	0.665	6.433E-03
9	0.843	0.406	1.562E-02
10	-1.099	0.280	-2.1067E-02

Keterangan : \*) Signifikan pada level 5 %

Sumber : Lampiran 9 diolah.

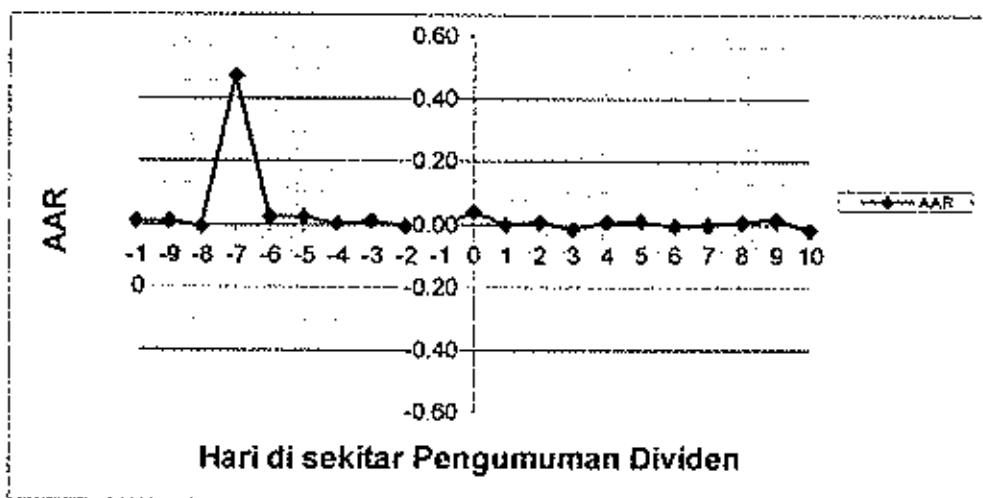
Hasil uji t perbedaan abnormal return perusahaan yang membagikan dividen naik dan dividen turun adalah terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan pada level 5 % pada saat tanggal peristiwa (event). Sedangkan pada 10 hari sebelumnya dan 10 sesudah event, tidak ada perbedaan yang signifikan.

Perbedaan rata-rata abnormal return pada saat tanggal peristiwa mengindikasikan bahwa abnormal return dividen naik adalah sebesar 0,0173 dan abnormal return dividen turun sebesar -0,0234 yang di inteprestasikan terdapat perbedaan reaksi investor dalam menyikapi



suatu pengumuman dividen. Hal ini berkaitan dengan nominal dividen yang dibagikan. Pada saat pengumuman, investor baru dapat menyikapi secara tepat suatu sinyal tentang prospek perusahaan yang mengumumkan dividen. Sehingga investor yang mendapat abnormal return dari perusahaan yang membagi dividen naik mendapat keuntungan lebih banyak daripada investor yang mendapat abnormal return dari perusahaan yang menurunkan nominal dividennya.

Namun demikian, karena tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang membagi dividen naik dan perusahaan yang membagi dividen turun selama 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen, maka Hipotesis Null diterima dan Hipotesis Alternatif ditolak (kecuali pada saat event). Jika digambarkan secara grafis, maka akan tampak pada gambar 5.4.



Gambar 5.4.

Abnormal Return untuk Perbedaan Dividen Naik dan Dividen Turun

## **BAB 6**

### **PEMBAHASAN**

#### **6.1. Pembahasan**

Penelitian ini difokuskan pada pengujian efisiensi pasar modal Indonesia tahun 2000 selama krisis ekonomi masih berlangsung. Dalam perhitungan abnormal return digunakan Market Adjusted Model. Hal tersebut dikarenakan penelitian yang menguji keefisienan pasar modal yang selama ini ada, dalam menghitung Abnormal Return kebanyakan memakai Market Model dan Mean Adjusted Model serta periode penelitiannya kebanyakan dibawah tahun 2000 (sebelum krisis ekonomi). Pada bagian Bab 6 akan membahas hasil penelitian, perbandingan dengan penelitian terdahulu dan keterbatasan penelitian.

##### **6.1.1. Pembahasan Abnormal Return yang Signifikan pada Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai**

Secara teoritis Hampton (1989) menjabarkan terdapat 3 faktor yang menjelaskan bahwa investor menyukai dividen. Karena itu secara teoritis pengumuman pembayaran dividen tunai akan direaksi positif oleh investor. 3 faktor tersebut antara lain : (1) Penurunan ketidakpastian. Dividen dipandang oleh investor lebih mengandung kepastian dibandingkan dengan capital gain. Artinya apabila investor memilih berinvestasi dengan membeli saham, maka dapat dipastikan investor tersebut akan memperoleh dividen. Selain itu dividen yang sudah diterima juga tidak dapat dihilangkan jika nantinya perusahaan mengalami

kesulitan keuangan. (2) Indikasi Kekuatan. Pengumuman pembayaran dividen tunai membawa informasi yang berisi kekuatan suatu perusahaan. Deklarasi dividen mengungkapkan likuiditas perusahaan yang diperlukan untuk pembayaran dividen. (3) Keperluan untuk mendapatkan income. Beberapa pemegang saham mengharapkan income dari investasi yang mereka tanam untuk membiayai hidup. Dividen tunai menyediakan income yang rutin tanpa berefek pada modal investor tersebut. Sedangkan apabila investor ingin mendapatkan gain, mereka harus menjual sahamnya. Berdasarkan bahasan teoritis tersebut, jelaslah pengumuman pembayaran dividen tunai semestinya direaksi positif oleh investor.

Hasil penelitian yang sudah dilakukan terbukti terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen tunai, yaitu pada hari  $-4$  dan hari ke 5. Abnormal return yang signifikan pada hari ke  $-4$  mengindikasikan bahwa terjadi kebocoran informasi pembayaran dividen tunai sebelum diumumkan secara resmi oleh perusahaan emiten. Kebocoran informasi tersebut dapat dilakukan oleh para pelaku pasar. Hal tersebut dapat dipahami karena mekanisme perdagangan saham berjalan dengan berdasarkan rumor-rumor yang beredar. Rumor yang berisi pengumuman pembayaran dividen tunai terbukti direaksi positif oleh pasar karena mengingat kondisi perekonomian Indonesia yang sedang mengalami krisis ekonomi berkepanjangan mengakibatkan sejumlah besar perusahaan emiten tidak mampu membayar dividen tunai kepada investor karena perusahaan tersebut mengalami kerugian. Adanya kesanggupan emiten untuk

membayar dividen pada saat krisis merupakan suatu hal yang mengandung kejutan yang menggembirakan bagi investor. Oleh karena itu walau masih berupa rumor, pengumuman pembayaran dividen akan direaksi positif oleh investor. Abnormal return positif yang signifikan juga terjadi pada hari ke 5 setelah pengumuman pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan masih ada investor yang menerima abnormal return sesudah pengumuman dividen dilangsungkan.

Kesimpulan yang dapat diambil dari pengujian hipotesis pertama penelitian ini adalah : (1) Adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman yaitu pada hari ke -4 dan hari ke 5 menunjukkan pengumuman pembayaran dividen tunai mengandung informasi. (2) Pasar belum efisien dalam bentuk setengah kuat karena hasil temuan penelitian menunjukkan pasar bereaksi lambat dan dan berkepanjangan untuk menyerap informasi. (terbukti pasar memerlukan waktu sampai lima hari untuk mencapai harga keseimbangan yang baru).

#### **6.1.2. Pembahasan Abnormal Return Positif yang Signifikan pada Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai Naik**

Secara teoritis, Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas atau saham sering disebut dengan *event studies*. Penelitian *event studies* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham. Sampel yang dipergunakan dalam *event study* yaitu saham-saham perusahaan yang mempunyai

pengumuman yang mengejutkan pasar. Perubahan harga dapat terjadi jika ada event yang mengejutkan pasar. Pengumuman pembayaran dividen tunai juga merupakan suatu event yang dapat mengejutkan pasar. Hal tersebut terjadi apabila dalam suatu pengumuman dividen terkandung informasi tentang besarnya nominal dividen yang dibagikan dan nominal dividen yang dibagikan tersebut besarnya tidak sama dengan harapan investor.

Krisis ekonomi menyebabkan pengumuman pembayaran dividen tunai yang berisi informasi kenaikan dividen merupakan hal yang mengejutkan dan sekaligus melegakan investor. Ross (1977) menjelaskan kenaikan nominal pada dividen tunai yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Pendapat Ross tersebut mendapat dukungan dari Sharpe (1995) yang menyatakan pengumuman dividen yang berisi informasi kenaikan nominal pembayaran dividen dapat digunakan sebagai signal atau isyarat positif dari emiten kepada investor. Investor yang *sophisticated* tentunya mampu menginterprestasikan suatu signal dengan benar sehingga mereka dapat menikmati abnormal return. Jika masih ada sekelompok investor yang menikmati abnormal return sebagai akibat adanya informasi yang dipublikasikan dan abnormal return itu berlangsung dalam jangka waktu yang lama maka dapat dipastikan pasar modal tersebut bukan pasar modal yang efisien.

Bahasan teoritis yang sudah dijabarkan tersebut, dimaksudkan untuk memberikan dasar bagi hasil penelitian yang sudah dilakukan.

Berdasarkan hasil penelitian, terbukti terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar pengumuman pembayaran dividen naik. Hal tersebut dibuktikan dengan adanya abnormal positif yang signifikan pada hari ke 1 sampai hari ke 8 setelah pengumuman.

Abnormal return yang terjadi pada saat setelah pengumuman pembayaran dividen yang nominalnya naik dikarenakan pelaku pasar menunggu pengumuman pembayaran dividen. Umumnya emiten menggunakan pembayaran dividen sebagai sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa depan, sehingga mampu meningkatkan pembayaran dividen. Pada kenyataannya, para pelaku pasar di Indonesia kurang aktif dalam menggali informasi terhadap suatu pengumuman. Pelaku pasar yang kurang canggih menerima begitu saja informasi peningkatan dividen sebagai suatu sinyal yang baik tanpa menganalisisnya lebih lanjut. Sebaliknya pelaku pasar yang canggih menganalisis suatu informasi untuk mendapatkan sinyal yang valid dan dapat dipercaya. Di Bursa Efek Jakarta terdapat sekelompok pelaku pasar yang lebih dapat menginterprestasikan suatu pengumuman emiten dibandingkan pelaku pasar lainnya. Keadaan ini yang menyebabkan terjadinya suatu abnormal return positif yang signifikan selama 8 hari berturut-turut.

Bila dikaitkan dengan teori, pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat apabila tidak ada investor yang memperoleh abnormal return dari informasi yang diumumkan atau jika terdapat abnormal return, maka pasar harus bereaksi dengan cepat dalam menyerap abnormal

return untuk menuju harga keseimbangan yang baru. Syarat yang lain, selain reaksinya cepat, investor juga harus tepat dalam mempersepsikan signal yang diberikan pada suatu pengumuman. Jelaslah Bursa Efek Jakarta belum efisien dalam bentuk setengah kuat sebab dari hasil signifikansi abnormal return untuk masing-masing hari di periode peristiwa dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut : (1) Adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman, yaitu pada hari ke 1 sampai hari ke 8 setelah event menunjukkan bahwa pengumuman dividen naik mengandung informasi. (2) Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar membutuhkan waktu paling tidak sampai 8 hari untuk menuju equilibrium) yang ditunjukkan pada masih adanya abnormal return sampai delapan hari sesudah pengumuman dividen berturut-turut. Hal ini mengindikasikan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi. (3) Otomatis pasar juga belum efisien dalam bentuk setengah kuat secara keputusan, karena pasar belum efisien secara informasi.

### **6.1.3. Pembahasan Abnormal Return Negatif pada Pengumuman Dividen Turun.**

Sharpe (1995) menjabarkan kajian teoritis yang serupa, bahwa pengumuman dividen yang menyatakan pembagian dividen yang nilai nominalnya lebih rendah dari tahun sebelumnya akan dianggap investor merupakan signal negatif karena investor mempunyai ekspektasi bahwa perusahaan emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan dimasa

depan. Pada kasus-kasus perusahaan yang mengumumkan penurunan pembayaran dividen, terdapat reaksi negatif yang diproksi dengan abnormal return negatif yang signifikan atas harga saham perusahaan tersebut. Penelitian tersebut telah dilakukan oleh **Aharony, Swary (1980)**. Adanya reaksi ini mendukung hipotesa bahwa pengumuman dividen mengandung informasi mengenai prospek masa depan perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian, terbukti terdapat abnormal return negatif disekitar pengumuman pembayaran dividen turun. Hal tersebut dibuktikan dengan adanya abnormal return negatif signifikan yang muncul hari ke 5. Untuk hari-hari sebelum tanggal pengumuman dividen, bahkan muncul abnormal return positif pada hari ke minus 4. Keanomalian tersebut menandakan kekurangtepatan reaksi investor dalam menanggapi suatu pengumuman dividen. Ketidaktepatan reaksi investor tersebut terjadi karena suatu pengumuman dividen apalagi yang diumumkan pada saat terjadi krisis ekonomi merupakan suatu hal yang melegakan bagi investor. Abnormal return positif pada hari  $-4$ , mengindikasikan telah terjadi kebocoran informasi. Kebocoran informasi tersebut berasal tidak hanya dari *inside information* tapi juga dari pengumuman emitenitu sendiri. Peneliti telah mengidentifikasi bahwa kurang lebih satu bulan sebelum pengumuman dividen, emiten biasanya memasang suatu iklan di surat kabar (Bisnis Indonesia) yang berisi undangan Rapat Umum Pemegang Saham untuk para investornya. Dimana dalam undangan tersebut selain tertera tanggal dan tempat diadakannya RUPS, juga tertera agenda yang akan dibahas dalam pertemuan tersebut. Agenda itu biasanya antara lain



berisi rencana pembagian dividen. Walaupun pembagian dividen tersebut belum pasti terjadi, namun itu merupakan suatu angin segar bagi investor terutama untuk *real investor* yang mengharapkan return saham dari dividen maupun *capital gain*. Oleh sebab itu rumor pembagian dividen mendapat reaksi positif dari investor.

Investor baru menyadari suatu "kabar buruk" yang terkandung dalam suatu pengumuman dividen ketika terjadi penurunan nominal dividen yang akan dibagikan yang baru diketahui investor pada saat *declaration date*. Reaksi yang sesungguhnya baru tampak pada hari ke 5 artinya investor baru menyadari adanya penurunan nominal pembayaran dividen. Hal ini mengindikasikan investor bereaksi lambat terhadap pengumuman dividen turun walaupun secara keputusan investor sudah memberikan reaksi yang tepat.

Kesimpulan yang diambil serupa dengan pembahasan permasalahan pertama bahwa Bursa Efek Jakarta belum efisien dalam bentuk setengah kuat sebab dari hasil signifikansi abnormal return untuk masing-masing hari di periode peristiwa pengumuman dividen turun dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut : (1) Adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman yaitu pada hari ke -4 dan hari ke 5 menunjukkan bahwa pengumuman pembayaran dividen turun mengandung informasi. (2) Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi yang ditunjukkan pada masih adanya abnormal return sampai hari ke 5 setelah *declaration date*. Hal ini mengindikasikan pasar belum efisien dalam bentuk setengah kuat secara informasi. (3) Karena pasar masih

belum efisien secara informasi otomatis Bursa Efek Jakarta juga belum efisien dalam bentuk setengah kuat secara keputusan, terbukti dari adanya reaksi investor yang kurang akurat dalam mempersepsikan pengumuman dividen turun pada hari sebelum *declaration date*.

#### 6.1.4. Pembahasan Perbedaan Abnormal Return Antara Perusahaan yang Membagi Dividen Naik dan Dividen Turun.

Berdasarkan hasil penelitian untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan abnormal return antara perusahaan yang membagi pembayaran dividen naik dan dividen turun menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan kecuali pada saat pengumuman peristiwa ( $t = 0$ ). Hal ini adalah suatu fenomena yang menarik disebabkan seharusnya secara logika terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara perusahaan yang membagi dividen naik dan dividen turun karena secara teoritis reaksi investor dalam menyikapi kedua pengumuman tersebut juga berbeda.

Pada hari ke  $-10$  sampai pada hari  $-1$  walaupun terlihat rata-rata abnormal return antara dividen naik dan dividen turun berbeda namun secara umum reaksi investor pada saat suatu *corporate action* yang akan diumumkan terlihat adem ayem saja. Artinya secara umum investor tidak berusaha untuk mencari informasi dan mengolah informasi yang sudah ada untuk melakukan *profit taking* terhadap suatu pengumuman. Ini dikarenakan sebagian besar investor kita masih *naive* dalam menyikapi suatu *corporate action*. Pengetahuan mereka dalam menangkap suatu

sinyal yang diberikan oleh emiten masih rendah. Investor yang naïve dan pasif ini dalam melakukan perdagangan cenderung mengikuti pergerakan investor yang lain. Sedangkan investor yang *Sophisticated* dan aktif tidak tinggal diam dalam menyikapi suatu *corporate action*. Dengan pengetahuan yang mereka punyai mereka mengolah suatu sinyal yang diberikan oleh emiten melalui surat kabar, televisi, radio maupun yang trend pada saat ini yaitu media internet. Akibatnya merekalah yang mendapatkan abnormal return.

Sedangkan pada saat pengumuman dividen barulah terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan. Hal tersebut mengindikasikan investor baru melakukan reaksi yang tepat dalam menyikapi suatu *corporate action*. Ini menyangkut perbedaan nilai nominal yang terkandung dalam suatu pengumuman dividen. Apabila nominal dividen naik maka akan disikapi positif oleh investor yang kemudian tercermin pada harga sahamnya, demikian juga sebaliknya apabila nominal dividen turun akan direaksi negatif oleh investor yang kemudian tercermin dari harga saham yang turun. Pada penelitian ini terlihat untuk dividen naik rata-rata abnormal return sebesar 0.01727 dan rata-rata untuk dividen turun sebesar -0.0234. Perbedaan rata-rata sebesar 0.04062 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.025. Disini tampaknya investor bereaksi secara berbeda ketika menyadari nominal dividen yang dibagi tidak sama dengan ekspektasi mereka.

Pada saat hari ke 1 sampai hari ke 10, berdasarkan pada hasil penelitian, investor kembali tidak menunjukkan reaksi yang berbeda dalam

menyikapi corporate action yang sudah diumumkan. Jelaslah bahwa secara umum investor kita masih naïve, hanya pihak-pihak tertentu yang bisa mengolah suatu corporate action dengan benar. Kemungkinan terbesar reaksi investor kita masih didasarkan pada *mood* mereka. Artinya dalam melakukan perdagangan, investor kita lebih mementingkan feeling daripada fakta yang terjadi. Kemungkinan kedua pengumuman dividen walaupun mengandung informasi tentang prospek perusahaan dimasa datang, dianggap investor sebagai suatu corporate action yang reguler. Hal tersebut berkaitan dengan krisis yang terjadi. Sehingga apabila emiten membagi dividen, hal itu sudah merupakan suatu hal yang melegakan investor apalagi bila dividen naik. Bila dividen turunpun investor juga tidak terlalu kecewa. Investor kita lebih mementingkan keadaan eksternal yaitu politik dan keamanan. Jadi sebenarnya yang menggerakkan sentimen investor adalah faktor-faktor diluar jangkauan emiten (Stabilitas politik, sosial, keamanan suatu negara).

## 6.2. Perbandingan dengan Penelitian Terdahulu

Penelitian ini mendapatkan temuan yang penting, yaitu :

- (1) Terdapat abnormal return yang signifikan disekitar pengumuman pembayaran dividen tunai, yaitu pada hari ke -4 dan hari ke 5
- (2) Terdapat abnormal return positif yang signifikan disekitar pengumuman dividen naik, yaitu pada hari ke 1 sampai hari ke 8
- (3) Terdapat abnormal return negatif yang signifikan disekitar pengumuman dividen turun yaitu pada hari ke 5 dan
- (4) Tidak terdapat perbedaan rata-rata abnormal return

yang signifikan antara perusahaan dividen naik dan dividen turun. Kecuali pada saat pengumuman pembayaran dividen tunai berlangsung.

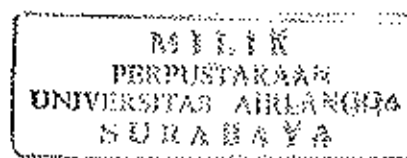
Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian **Aharony, Swary** dan hasil untuk hipotesis 1, 2 dan ke 3 konsisten dengan hasil yang didapatkan oleh **Aharony, Swary** artinya pengumuman pembayaran dividen tunai mengandung informasi tentang prospek perusahaan di masa datang. Namun bukan berarti apabila mengandung informasi secara otomatis Bursa Efek Jakarta merupakan pasar modal yang efisien secara informasi hal ini dibuktikan dengan adanya abnormal return yang lama terjadi. Hanya sebagian investor yang menikmati abnormal return ini yaitu investor yang *sophisticated*, hal ini dibuktikan dengan dilakukannya pengujian keempat dan terbukti perbedaan abnormal return yang signifikan hanya terjadi pada saat pengumuman peristiwa, tetapi 10 hari sebelum dan 10 hari sesudahnya tidak ada perbedaan. Sehingga dapat disimpulkan secara umum investor kita adalah investor yang *naïve*.

Perbedaan penelitian saat ini dengan penelitian yang dilakukan oleh **Pujiharjanto (1995)** adalah periode penelitian dan metode yang digunakan, **Pujiharjanto** melakukan penelitian efisiensi pasar modal pada tahun 1993 dan metode yang digunakan adalah **Mean Adjusted Model** dan hasil penelitiannya adalah sebagai berikut : (1) Adanya pengumuman dividen naik tidak diikuti oleh abnormal return positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. (2) Adanya pengumuman dividen turun tidak diikuti oleh abnormal return negatif disekitar tanggal pengumuman. (3) Pengumuman dividen tetap justru diikuti abnormal

return negatif pada saat hari ke -1 dan hari ke 1. Sehingga dapat disimpulkan pada masa sebelum krisis ekonomi, Bursa Efek Jakarta tidak efisien dalam bentuk setengah kuat.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Sukendro (1999) yang meneliti tentang efisiensi Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997 dengan menggunakan Market Model. Penelitian tersebut mendapat hasil sebagai berikut : (1) Adanya pengumuman dividen naik, meskipun diikuti abnormal return positif tetapi relatif kecil dan tidak signifikan. (2) Adanya pengumuman dividen turun diikuti oleh abnormal return negatif tetapi tidak signifikan. (3) Adanya pengumuman dividen tetap justru diikuti oleh abnormal return positif tetapi juga tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan Bursa Efek Jakarta tidak efisien pada tahun 1997.

Perbedaan yang mendasar, dari tahun ke tahun rupanya investor mulai menyadari adanya Teory Dividen Signalling yang terkandung dalam pengumuman dividen. Namun baru sebagian investor saja yang mempunyai pengetahuan tentang teori Signalling sehingga investor tersebut mendapat abnormal return dalam jangka waktu yang lama. Seharusnya dalam pasar yang efisien tidak ada investor yang mendapat abnormal return sehingga keputusan investasi sesuai dengan resiko yang ditanggung ( $\text{actual return} = \text{expected return}$ ) atau bila ada abnormal return, pasar dapat menyerap abnormal return dengan cepat. Pada kenyataannya masih terdapat sekelompok investor yang menikmati abnormal return dalam jangka waktu yang lama. Dawson (Foster : 1986)



dalam penelitiannya menjabarkan efisiensi pasar jarang ditemui di negara berkembang, karena pasar modal di negara berkembang masih belum dapat mengungkapkan informasi secara penuh dan juga transparan. Hasil ini juga konsisten dengan penelitian **Brown (Foster : 1986)** bahwa di negara yang pasar modalnya mempunyai frekwensi perdagangan rendah cenderung tidak efisien.

### 6.3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai keterbatasan yaitu :

1. Penelitian ini tidak meneliti tentang pengumuman dividen tetap. Hal tersebut dikarenakan keterbatasan jumlah sampel penelitian. Untuk dividen naik didapatkan sampel yang sesuai dengan kriteria yang ditetapkan pada populasi sebanyak 15 pengumuman dividen, untuk dividen turun didapatkan sampel yang sesuai dengan kriteria yang ditetapkan pada populasi sebanyak 20 pengumuman dividen, sedangkan untuk dividen tetap hanya didapatkan 2 sampel yang memenuhi kriteria populasi yaitu saham milik Surya Toto Indonesia Tbk, PT dan Plaza Indonesia Realty Tbk, PT. Jumlah sampel yang sedikit ini bisa menimbulkan masalah dalam kecukupan statistical. Karena **Brown, Browner (1980)** menetapkan aturan: sampel yang digunakan untuk *event studies* boleh berbeda jumlahnya, asalkan rangnya tidak melebihi 50 %. Jelaslah peneliti tidak dapat menguji dividen tetap karena perbedaan jumlah sampelnya melebihi 50 % (2 : 15 : 20).

2. Indeks pasar dalam penelitian ini menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan yang tentunya dapat menimbulkan bias, karena terdapat saham-saham yang tidak aktif dalam indeks tersebut. Hal sama juga terjadi pada LQ 45 yang anggota sahamnya keluar masuk setiap saat sehingga indeks yang terjadi pada saat tertentu merupakan indeks yang dihitung dengan saham yang berbeda. Oleh karena itu masih terbuka kesempatan untuk peneliti lain untuk menggunakan indeks individual ataupun menghitung indeks sendiri.



## BAB 7

### SIMPULAN DAN SARAN

#### 7.1. Simpulan

Simpulan dari pembahasan yang dilakukan terhadap hasil penelitian adalah sebagai berikut :

1. Terdapat abnormal return yang signifikan disekitar pengumuman pembayaran dividen tunai, yaitu pada hari ke -4 dan hari ke 5. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pengumuman pembayaran dividen tunai mengandung informasi bagi para investor. Namun abnormal return signifikan yang terjadi dalam jangka waktu yang lama menunjukkan Bursa Efek Jakarta masih belum efisien dalam bentuk setengah kuat.
2. Terdapat Abnormal return positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pembayaran dividen naik, yaitu pada hari ke 1 sampai hari ke 8. Dengan kata lain hasil tersebut menunjukkan bahwa pengumuman pembayaran dividen naik mengandung informasi mengenai prospek masa depan suatu badan usaha. Akan tetapi tidak secara otomatis Bursa Efek Jakarta sudah merupakan pasar yang efisien secara informasional karena pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan dalam menyerap informasi.
3. Terdapat Abnormal return negatif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen turun, yaitu pada hari ke 5. Dengan kata lain hasil tersebut menunjukkan bahwa pengumuman pembayaran

dividen turun mengandung informasi mengenai prospek masa depan suatu badan usaha. Akan tetapi tidak secara otomatis Bursa Efek Jakarta sudah merupakan pasar yang efisien secara informasional karena pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan dalam menyerap informasi.

4. Tidak terdapat perbedaan Abnormal Return yang signifikan antara perusahaan yang mengumumkan dividen naik dan dividen turun. Kecuali pada saat tanggal pengumuman. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum investor Indonesia masih naïve dalam menanggapi suatu pengumuman peristiwa.

## 7.2. Saran

1. Bagi Bursa Efek Jakarta, karena terbukti Bursa Efek Jakarta belum efisien dalam bentuk setengah kuat, yang tentunya hal ini dapat mengurangi kegairahan investor untuk berinvestasi di pasar modal, maka hendaknya Bursa Efek Jakarta meninjau kembali petunjuk pelaksanaan peraturan yang telah dibuat, sehingga informasi dapat menyebar secara sempurna. Dengan demikian diharapkan pasar modal suatu saat dapat mencapai efisiensi secara informasional.
2. Bagi Emiten, hendaknya setransparan mungkin dalam mengungkapkan sebuah informasi, sehingga investor dapat dengan tepat menginterprestasikan informasi dari emiten.
3. Bagi investor, sebaiknya investor mempunyai pengetahuan yang cukup mengenai pasar modal. Tidak hanya begitu saja

menyerahkan aktivitas perdagangan pada broker tapi setidaknya mengerti tentang sinyal-sinyal yang diberikan emiten. Pembelajaran mengenai pasar modal merupakan suatu hal yang penting bagi investor untuk mencetak investor yang sophisticated sehingga nantinya pasar modal yang efisien secara keputusan akan tercapai.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph and Swary, Itzak., 1980., Quaterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders: An Empirical Analysis., *Journal of Finance.*, 35., 1-8.
- Awat, Napa J., 1999., *Manajemen Keuangan, Pendekatan Matematis.*, Edisi Pertama., Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.
- Anonim., 2000., *Indonesian Capital Market Directory.*, Jakarta.
- Brown, SJ and Warner JB., 1980., Measuring Security Price Performance., *Journal of Financial Economics.*, 8.
- Beaver., W.H., 1989., *Financial Reporting: An Accounting Revolution.*, Second Edition., Englewood Cliffs: New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Eddy, Albert and Seifert, Bruce., 1988., Firm Size and Dividend Announcement., *Journal of Financial Research.*, 49, 295-302.
- Fama, EF., 1970., Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work., *Journal of Finance.*, 37, 383-417.
- \_\_\_\_\_, 1976., *Foundation of Finance.*, Basic Book., NY: New York.
- \_\_\_\_\_, 1991., Efficient Capital Market II., *Journal of Finance.*, 1575-1617.
- \_\_\_\_\_, Fisher, L, Jensen M, Roll, R., 1969., The Adjustment of Stock Price to New Information., *International Economic Review.*
- Foster, G., 1986., *Financial Statement Analysis.*, Second Edition., New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Francis, Jack Clark., 1993., *Management of Investment.*, Third Edition., McGraw Hill International.
- Gonedes, NJ., 1973., Evidence on the Information Content of Accounting Number: Accounting Based and Market Based Estimates of Systematic Risk., *Journal of Financial and Quantitative Analysis.*, 8, 407-443.