

PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN TUNAI DITINJAU DARI KENAIKAN DAN PENURUNAN DIVIDEN TERHADAP VARIABILITAS TINGKAT KEUNTUNGAN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA

*Dian Agustin Puspitasari & Banu Witono
Universitas Muhammadiyah Surakarta*

The main requirement wanted by investors to invest their money through capital market is safety sense for their investment. The safety sense raises because the investors get right, complete, and up date information. One of the information which is important enough for investors is fluctuation of cash dividend divided by company because the information contains about profit prospect that will be gotten by investors or would-be investor in evaluating company.

The research is to know the influence of announcement about the fluctuation of dividing dividend (dividend change) which contains information that will used by investors in deciding policy in term of variability of share profit level. Variability of share profit level is measured by indicator of Security Return Variability (SRV). The populations of this research are all go public company in Bursa Efek Jakarta (BEJ) during observation year in January, 1, 2000 through December, 31, 2002.

Keywords: notification dividend, share profit, capital market, investment

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan tempat bertemunya antara pihak yang memerlukan modal dengan pemilik modal baik perorangan maupun kelompok. Pasar modal bagi emiten berfungsi sebagai sarana untuk memperoleh dana dari masyarakat untuk pendanaan investasinya. Investasi saham merupakan investasi yang beresiko. Resiko investasi saham ada dua bentuk yaitu: (1) *non systematic risk*, yaitu resiko yang

timbul karena memiliki satu jenis saham saja, (2) *systematic risk*, yaitu resiko karena variabilitas harga saham yang bersangkutan, resiko ini tetap ada pada setiap jenis saham yang ditimbulkan oleh pergerakan harga saham di pasar. (Jogianto, 1998)

Syarat utama yang diinginkan oleh para investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman atas investasinya. Perasaan aman ini timbul karena para investor memperoleh informasi yang benar, lengkap, dan tepat waktu, sehingga memungkinkan investor untuk mengambil keputusan secara rasional. Salah satu faktor yang melandasi pembuatan keputusan investasi oleh investor yang rasional adalah tingkat resiko. Dalam usaha untuk mengurangi resiko yang dihadapi investor akan mendasarkan keputusannya dalam bertransaksi di pasar modal pada berbagai informasi yang dimilikinya baik informasi yang tersedia di pabrik maupun pribadi. (Budiarto dan Baridwan, 1999) Investor yang menanamkan modal dalam bentuk saham berharap untuk memperoleh dividen dan capital gain. Dividen adalah proporsi laba atau keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya. Sedangkan capital gain adalah selisih antara nilai jual dengan nilai beli saham bila investor menjual saham tersebut. Seorang investor dalam menentukan saham yang akan dibeli atau dijual akan mempertimbangkan informasi yang tersedia. Informasi ini berguna sebagai pertimbangan untuk menentukan tingkat keuntungan beserta resiko saham yang dibeli atau dijual. Salah satu informasi yang ada dan tersedia di pasar adalah pengumuman dividen (Kuntorowati dan Agustanto, 2000). Bentuk dividen ada dua macam, yaitu: (1) dividen bentuk kas atau tunai, (2) dividen bentuk saham. Dividen kas lebih sering dibagikan kepada pemegang saham sekali dalam setahun.

Kebijakan pembagian dividen tergantung pada keputusan rapat umum pemegang saham (RUPS). Dividen yang dibagikan oleh perusahaan bisa tetap (tidak mengalami perubahan) dan bisa mengalami perubahan (ada kenaikan atau penurunan) dari dividen yang dibagikan sebelumnya. Salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi investor yaitu informasi tentang naik turunnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan karena informasi tersebut mengandung muatan informasi yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh para investor atau calon investor dalam melakukan penilaian perusahaan (Prasetiono, 2000).

Beberapa penelitian mengenai dividen seperti penelitian Sujoko (1999), Bandi dan Hartono (1999), Prasetiono (2000), menemukan bahwa pengumuman pembagian dividen mempunyai pengaruh terhadap

reaksi pasar yang ditunjukkan dengan perubahan saham, return, dan volume perdagangan. Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Prasetiono yang menguji pengaruh pengumuman dividen terhadap abnormal return saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya (Prasetiono, 2000) adalah pada periode tahun pengamatan dan untuk melihat reaksi pasar, penelitian ini menggunakan variabilitas tingkat keuntungan saham dengan indikator *Security Return Variability* (SRV). Penelitian Prasetiono (2000) untuk melihat reaksi pasar diukur dengan rata-rata abnormal return.

Berdasarkan pemaparan tersebut, maka rumusan masalah penelitian ini adalah “Apakah pengumuman dividen berpengaruh terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham”. Penelitian ini hanya dilakukan pada pengumuman dividen tunai yaitu perusahaan yang mengumumkan dividen tunai yaitu perusahaan yang mengumumkan dividen tunai dari tahun 2000 sampai tahun 2002 (periode pengamatan).

Dengan demikian tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh pengumuman tentang naik turunnya pembagian dividen (perubahan dividen) mengandung muatan informasi yang akan digunakan investor dalam pengambilan keputusan terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham.

Hasil penelitian diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan berikut ini: 1) Investor, dapat memperoleh tambahan informasi untuk menilai potensi perusahaan sehingga digunakan sebagai dasar dalam melakukan investasi., 2) Analisis Pasar Modal, dapat memperoleh informasi yang lebih baik untuk melakukan analisis mengenai pengaruh pengumuman dividen terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham, 3) Peneliti, sebagai bahan referensi bagi peneliti yang akan melakukan penelitian di pasar modal.

LANDASAN TEORI

1. Definisi Dividen

Dividen adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimilikinya (Baridwan, 1996). Nilai dan waktu pembayaran dividen ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan nilai yang dibagikan dapat berkisar antara nol hingga sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Ada beberapa jenis dividen yaitu:

a. Dividen kas

Dividen yang paling umum dibagikan perusahaan adalah bentuk kas. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas adalah apakah jumlah kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

b. Dividen aktiva selain kas (*property dividend*)

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, dividen dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagang atau aktiva-aktiva lain.

c. Dividen hutang (*scrip dividend*)

Dividen hutang timbul apabila laba tidak dibagi saldonya, mencukupi untuk pembagian dividen, tetapi saldo kasnya tidak cukup sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan scrip dividen yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang. Scrip dividend ini mungkin berbunga mungkin tidak.

d. Dividen likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba, dan berapa yang merupakan pengembalian modal sehingga para pemegang saham bisa mengurangi rek investasinya.

e. Dividen saham

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada pemegang saham, sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya. Dividen saham dapat berupa saham yang jenisnya sama maupun yang jenisnya berbeda.

2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi dimasa datang (Sartono, 1995: 365). Dengan demikian kejadian dividen yang optimal merupakan suatu kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga suatu perusahaan (Weston dan Brigham, 1990).

Ada beberapa teori mengenai kebijakan deviden, yaitu:

a. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori yang dianjurkan oleh Modigliani-Miller (MM) ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya atau dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan. Menurut Weston dan Brigham (1990) nilai suatu perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Berbagai asumsi untuk mendukung teori ketidakrelevanan dividen yang digunakan oleh MM adalah sebagai berikut:

- 1) Tidak terdapat pajak pendapatan perorangan atau perusahaan
- 2) Tidak terdapat biaya emisi atau jual beli saham
- 3) Financial leverage tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal perusahaan
- 4) Para investor dan manajer perusahaan informasi tentang prospek perusahaan di masa datang.
- 5) Distribusi pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak mempunyai pengaruh.
- 6) Kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividennya.

b. *Bird in the Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Linther ini menyanggah asumsi kelima dari teori ketidakrelevanan dividen yaitu bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat return saham yang diisyaratkan oleh investor yang dinotasikan k_s . Gordon dan Linther berpendapat bahwa k_s akan meningkat jika pembagian dividen dikurangi, karena investor merasa lebih yakin terhadap penerimaan pembiayaan dividen daripada *capital gain* yang akan dihasilkan dari laba ditahan (Weston dan Brigham, 1990). Mereka menyatakan bahwa investor menilai uang yang akan diharapkan dari dividen jauh lebih berharga daripada uang yang diharapkan dari kenaikan *capital gain* karena komponen hasil dividen (DI/PO) lebih kecil resikonya daripada komponen pertumbuhan (g) pada persamaan

$$\text{total laba untuk diharapkan oleh investor, } k_s = \frac{DI}{Po + g}$$

Modigliani-Miller tidak setuju dengan pernyataan tersebut dan mereka menyatakan bahwa k_s tidak tergantung pada kebijakan dividen. Oleh karena itu investor indferent antara $DI + Po$ dan g ,

juga antara dividen dan *capital gain*. Menurut MM sebagian investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka ke dalam perusahaan yang bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan tingkat risiko pendapatan investor di masa depan tidak ditentukan oleh kebijakan dividen melainkan ditentukan oleh risiko investasi dihadapan perusahaan.

c. *Tax Differential Theory*

Tax differential theory menyatakan jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan dividen akan berkurang (Sartono, 1995). Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak dividen. Kemudian dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham daripada dividen yield yang tinggi, sehingga disarankan agar perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Selain ketiga teori yang saling bertentangan satu sama lain tersebut, masih terdapat dua teori kebijakan pembayaran dividen yang *signaling hypotesis* dan teori *Clientele effect*.

d. *Teori Signaling Hypotesis*

Jika pada teori kebijaksanaan dividen tidak relevan menyatakan bahwa baik investor maupun manajer memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan. akan tetapi, kenyataannya manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor. Akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih beresiko dibandingkan dengan dividen. Sedangkan teori kebijaksanaan ini menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal bagi investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang lebih baik. Sebaliknya penurunan dividen diyakini oleh investor sebagai sinyal

prospek perusahaan menurun atau perusahaan mungkin akan mengalami kerugian di waktu mendatang.

e. *Teori Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijaksanaan dividen perusahaan. kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang pada saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu maka kelompok pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembiayaan pajak. Kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang lebih besar.

3. Teori yang Berhubungan dengan Asimetri Informasi

Teori yang relevan untuk dijadikan acuan meneliti hubungan antara kandungan informasi dari berbagai *corporate action* dengan perkembangan harga saham dan volume perdagangan saham di pasar modal, yaitu *signalling theory*. Teori ini mengasumsikan bahwa manajemen mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak luar perusahaan (investor) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan informasi untuk diperolehnya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai sinyal terhadap event tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga dan volume perdagangan saham yang terjadi (Budiarto & Baridwan, 1999). Sebagai implikasinya, pengumuman dividen akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi yang dikeluarkan oleh pihak manajemen.

4. Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham

Menurut Husnan dkk (1996) pengujian reaksi harga dan tingkat keuntungan dapat dilihat dari security return variability (SRV) dengan rumus tingkat keuntungan abnormal return kuadrat i pada waktu t dibagi dengan varian dari tingkat keuntungan diluar pengumuman. SRV digunakan untuk melihat apakah pasar secara agregat menilai pengumuman dividen sebagai hal yang informatif, dalam arti apakah

informasi tersebut mengakibatkan perubahan pada distribusi return saham pada waktu pengumuman dividen. Apabila abnormal return dirata-rata, ada kemungkinan nilai positif dan negatif saling menghilangkan, pada indikator SRV semua nilai menjadi positif sehingga heterogen informasi dapat dihilangkan. Dampak dari informasi yang homogen dapat dideteksi dengan SRV, meskipun arah pergerakan tidak bisa dilihat, sehingga informasi baik atau buruk tidak akan bisa dibedakan dengan SRV. Penggunaan SRV yang tidak dapat melihat pergerakan harga, mempunyai keuntungan bagi investor karena pada kenyataannya kita akan mengalami kesulitan menentukan suatu berita ditafsirkan sebagai berita baik atau berita buruk. Kenaikan laba mungkin dapat ditafsirkan sebagai berita buruk apabila kenaikannya tidak sebesar yang diantisipasi oleh perusahaan. Sebaliknya penurunan laba mungkin merupakan berita baik apabila penurunan tersebut tidak sebesar yang diperkirakan.

5. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Informasi tentang naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan (perubahan dividen) berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh perusahaan yang akan datang.

Banyak penelitian yang dilakukan baik di luar negeri maupun di Indonesia yang melihat apakah ada informasi content dari pengumuman pembagian dividen yang menyebabkan terjadinya reaksi pasar.

Hasil penelitian Aharony dan Suary (1980), di New York Stock Exchange menunjukkan bahwa pengumuman perubahan pendapatan dan dividen memberikan informasi yang berguna yang ditunjukkan oleh perubahan harga saham. Pengumuman perubahan dividen yang meningkat akan diikuti oleh harga saham yang juga meningkat dan sebaliknya jika ada pengumuman perubahan dividen yang menurun akan diikuti oleh penurunan harga saham.

Ansari (1993) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham di pasar modal Indonesia, khususnya di BEJ. Hal ini mungkin berarti bahwa BEJ belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Benartzi dkk (1997) meneliti perusahaan yang dividennya naik atau turun pada tahun pengamatan akan mempunyai unexpected earning yang positif (neg) pada tahun pertama, kedua dan seterusnya. Kesimpulannya adalah: (1) dividen membuat sinyal adanya kenaikan earning yang akan datang, (2) perusahaan yang akan menaikkan dividen tidak lebih banyak mengalami earning daripada perusahaan yang tidak merubah dividen meskipun pertumbuhan sama.

Bandi dan Hartono (1999) menguji pengaruh pengumuman dividen pada reaksi harga dan volume perdagangan. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah: (1) reaksi harga dan volume perdagangan secara statistik terjadi secara dependen, dan hubungan antara reaksi harga dan volume perdagangan lebih dekat pada dependensi daripada keeratan hubungan keduanya, (2) pengumuman dividen menghasilkan reaksi volume berbeda dengan reaksi harga.

Prasetiono (2000) meneliti bermakna tidaknya muatan informasi yang terkandung dalam naik turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 untuk diukur rata-rata abnormal return saham secara signifikan, khususnya untuk kelompok dividen naik, kesimpulan adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

Aharony dan Swary (1980) menyimpulkan bahwa pengumuman dividen mempengaruhi harga saham, tetapi Ansari (1993), dan prasetiono (2000) menyimpulkan bahwa pengumuman dividen tidak mempengaruhi harga saham.

Berdasarkan penelitian sebelumnya yang menghasilkan kesimpulan yang tidak konsisten antara satu dengan lainnya, maka penulis meneliti kembali mengenai pengaruh pengumuman dividen tunai yang diperlihatkan dengan variabilitas tingkat keuntungan saham dan diukur dengan indikator SRV. Untuk itu hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H_{01} = tidak ada perbedaan yang signifikan antara variabilitas tingkat keuntungan saham pada hari-hari sebelum pengumuman dividen tunai dengan hari-hari sesudah pengumuman dividen tunai untuk kelompok dividen menaik.
- H_{02} = tidak ada perbedaan yang signifikan antara variabilitas tingkat keuntungan saham pada hari-hari sebelum pengumuman dividen tunai dengan hari-hari sesudah pengumuman dividen tunai untuk kelompok dividen menurun.

METODE PENELITIAN

1. Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan *event study* dengan mengamati pengaruh dari suatu kejadian tertentu dengan melihat tanggal pengumuman dividen tunai sebagai titik kritis. Penelitian ini di desain untuk melihat pengaruh pengumuman dividen tunai terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham. Analisis data penelitian bersifat *cross sectional*, karena hanya mengambil sampel waktu dan kejadian pada suatu waktu tertentu (data

dianalisis dalam keadaan dan situasi yang sama) dan *library research* digunakan untuk mencari landasan teori yang mendukung penelitian.

2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan yang *go public* di BEJ selama periode tahun pengamatan dari tanggal 1 Januari 2000 sampai dengan tanggal 31 Desember 2002.

Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, artinya populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya *miss-specification* dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap hasil analisis. Kriteria sampel diambil berdasarkan tujuan penelitian. Perusahaan-perusahaan yang dipilih dalam penelitian ini adalah yang memenuhi kriteria berikut ini:

- a. Perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen tunai pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Periode pengamatan tahun sampai tanggal pengumuman tahun 2002, karena tahun akhir paling dekat dengan tahun penelitian.
- b. Perusahaan yang mengumumkan dividen tunai minimal dalam waktu dua tahun berturut-turut, dimaksudkan untuk mengetahui apakah dividen yang dibayarkan naik atau turun sehubungan dengan pelaksanaan pengujian hipotesis.
- c. Pada tanggal pengumuman dividen tidak mengumumkan dividen saham, dividen bonus, stock split, laporan keuangan, right issue, dan merger.
- d. Data tanggal pengumuman dividen tersedia dan dapat diidentifikasi dengan jelas.

3. Data Penelitian

Semua data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber, antara lain: *Fact Book* BEJ, Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), JSX Statistics tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Fasilitas internet digunakan untuk memperoleh informasi data yang mendukung penelitian ini berupa tanggal pengumuman, data harian harga per saham, indeks harga saham gabungan.

4. Prosedur Analisis

Penelitian ini menggunakan periode pengamatan yang mencakup t_{-5} sampai dengan t_{+5} (selama sebelas hari). Penggunaan periode ini untuk

menghindari *confounding effect* yang akan mempengaruhi tingkat keuntungan (SRV). Sedangkan bila kurang dari 5 hari, dikhawatirkan pengumuman belum cukup diserap oleh pasar (Indriastuti, 1998).

Prosedur yang dilakukan dalam menganalisis data adalah sebagai berikut ini.

- a. Mengelompokkan pengumuman pembagian dividen tunai ke dalam kelompok dividen naik dan turun berdasarkan perbandingan dividen per share tahun pengamatan dengan tahun sebelumnya.
- b. Menghitung variabilitas tingkat keuntungan saham dari dua kelompok dividen, langkah-langkahnya sebagai berikut:
 - 1) Menghitung return saham harian perusahaan sampel baik kelompok dividen naik maupun dividen turun selama kurun waktu -5 sebelum tanggal pengumuman sampai +5 setelah tanggal pengumuman dividen (R_{it}).
 - 2) Menghitung return pasar harian selama kurun waktu -5 sebelum tanggal pengumuman sampai +5 setelah pengumuman dividen (R_{mt}) untuk kelompok dividen turun dan kelompok naik.
 - 3) Menghitung koefisien regresi α dan β dengan menggunakan model pasar yang setiap sampel perusahaan baik kelompok dividen turun maupun dividen naik selama kurun waktu -5 sampai -6 sebelum tanggal pengumuman.
 - 4) Menghitung return yang diharapkan tiap-tiap perusahaan sampel baik kelompok dividen naik maupun turun sebelum periode pengujian dari -5 sebelum tanggal pengumuman sampai +5 setelah pengumuman dividen.
 - 5) Menghitung besarnya abnormal return (AR_{it}) untuk kelompok dividen naik dan dividen turun selama periode pengujian dari -5 sebelum tanggal pengumuman sampai dengan +5 setelah pengumuman dividen.
 - 6) Menghitung AR_{it}^2 dan Variance AR_{it} atau $V(AR_{it})$ untuk kelompok dividen naik dan dividen turun selama periode pengujian dari -5 sebelum tanggal pengumuman sampai dengan +5 setelah pengumuman dividen.
 - 7) Menghitung variabilitas tingkat keuntungan saham (SRV_{it}) untuk kelompok dividen naik dan dividen turun selama periode pengujian dari -5 sebelum pengumuman sampai dengan +5 setelah pengumuman dividen.

5. Variabel dan Pengukuran

Pengaruh pengumuman dividen tunai terhadap variabilitas tingkat keuntungan sebelum diukur menggunakan indikator *Security Return*

Variability (SRV) yang digunakan Poster (1996) dan Indriastuti (1998) yang dirumuskan sebagai berikut ini.

$$SRV_{it} = \frac{AR_{it}^2}{V(AR_{it})}$$

Notasi:

AR_{it} = abnormal return saham i pada hari t, dan

$V(AR_{it})$ = varian abnormal return saham i pada periode di luar pengumuman

- a. Untuk menghitung return abnormal menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} + E(R_{it})$$

Notasi:

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

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

$E(R_{it})$ = Return seharusnya saham i pada hari t

- b. Rumus return saham individu yang sesungguhnya

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Notasi:

R_{it} = Return saham i pada hari t

P_{it} = Harga saham i pada hari t

P_{it-1} = Harga saham i pada hari t-1

- c. Untuk menghitung return pasar harian

$$R_{mt} = \frac{IHSG_{it} - IHSG_{it-1}}{IHSG_{it-1}}$$

Notasi:

R_{mt} = Return pasar pada hari t

$IHSG_{it}$ = Indeks harga saham gabungan pada hari t

$IHSG_{it-1}$ = Indeks harga saham gabungan pada hari t-1

- d. Untuk menghitung ekspektasi pasar yang akan diestimasi menggunakan market model.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Notasi

- R_{it} = Tingkat return saham i pada hari t
 α_i = Intercept dari regresi untuk masing-masing saham I
 β_i = Slope dari fungsi regresi atau Beta untuk masing-masing saham I
 R_{mt} = Return pasar pada hari t
 e_i = Nilai residu yang biasa diasumsikan 0

Penggunaan market model karena model ini bisa menghilangkan judgement kalau diterapkan pada data historis. (Hafani & Suad, 1991).

- e. Model estimasi ini digunakan untuk mengestimasi return ekspektasi pada periode jendela

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Notasi:

- $E(R_{it})$ = Return ekspektasi saham i pada periode waktu t
 α_i = Intercept dari regresi untuk masing-masing saham I
 β_i = Slope dari fungsi regresi atau Beta untuk masing-masing saham I
 R_{mt} = Return pasar pada periode jendela ke t

- f. Untuk menghitung α_i dan β_i digunakan rumus regresi *Ordinary Least Square* (OLS).

$$\alpha_i = \frac{\sum Y - \beta(\sum X)}{n}$$

$$\beta_i = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

Notasi:

- X = Return pasar saham harian (R_{mt})
Y = Return saham individual harian (R_{it})
n = 100 hari

- g. Untuk menghitung varian

$$V(AR_{it}) = \sum \frac{[(AR_{it}) - (AAR_{it})]^2}{n-1}$$

Notasi

$V(AR_{it})$ = Variance abnormal return untuk saham i pada hari t.

6. Metode Analisis Data

- a. Pengujian Normalitas rata-rata *security return variability*

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan statistik non parametrik yang didasarkan pada asumsi normalitas dari data yang digunakan. Asumsi normalitas data dinyatakan dalam nilai yang diharapkan bersyarat (*conditional expected value*) dari e adalah nol (Gujarati, 1993). Pengujian normalitas data dilakukan dengan uji kolmogorov-smirnov dengan kriteria bila $p \text{ value} > 0,05$ maka data berdistribusi normal.

- b. Pengujian hipotesis

Dalam penelitian ini menggunakan uji t untuk menguji hipotesis dilakukan dengan menggunakan program SPSS.10.00, untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara variabilitas tingkat keuntungan saham pada hari-hari sebelum pengumuman dividen tunai dengan hari-hari sesudah pengumuman dividen tunai

ANALISIS DATA

1. Deskripsi Data

Dari semua perusahaan yang listing di BEJ selama periode pengamatan (tahun 2000 sampai tahun 2002) terdapat 347 perusahaan yang mengumumkan dividen tunai. Perusahaan yang memenuhi kriteria ada 84, jumlah ini terdiri dari 42 dividen naik, dan 42 dividen turun.

Prosedur pemilihan sampelnya sebagai berikut ini:

Tabel 1. Prosedur Pemilihan Sampel

	Th 2000	Th 2001	Th 2002	Total
- Perusahaan yang mengumumkan dividen tunai	131	105	111	347
- Perusahaan yang tidak mengumumkan dividen dua tahun berturut-turut	(83)	(54)	(60)	(197)
- Perusahaan yang mengumumkan dividen saham, dividen bonus, stock split, laporan keuangan, right issue, dan merger	(3)	(2)	(30)	(35)
- Perusahaan yang tanggal pengumuman tidak bersedia dan tidak teridentifikasi	(9)	(22)	(0)	(31)
- Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	36	27	21	84

Data penelitian adalah harga saham sebelum dan sesudah pengumuman dividen serta data Indeks Harga Saham Gabungan sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Data yang diambil adalah data 5 hari sebelum pengumuman dan 5 hari setelah pengumuman.

2. Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Data

Analisis akan dilakukan sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan. Pengamatan terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham dilakukan selama 11 hari pengamatan, yaitu hari -5 sampai dengan hari +5.

a. Data

Data penelitian ini merupakan rata-rata harga *Security Return Variability* (SRV) yang diperoleh melalui penghitungan nilai harga saham dan indeks harga saham 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman dividen.

Setelah diperoleh harga rata-rata SRV saham dividen naik dan dividen turun, selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis.

b. Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan statistik parametrik yang didasarkan pada asumsi normalitas data yang digunakan. Asumsi normalitas data dinyatakan dalam nilai yang diharapkan bersyarat (*conditional expected value*) dari e adalah nol (Gujarati, 1993). Pengujian normalitas data SRV sebelum dan sesudah tanggal pengumuman dividen dilakukan dengan uji one-sample Kolmogorov-Smirnow dengan tingkat signifikansi 5%, maka apabila p-

value (asymthotic significance) $> 0,05$ maka data berdistribusi normal.

Tabel 2 menunjukkan hasil normalitas data-rata-rata SRV sebelum dan sesudah pengumuman dividen, baik untuk kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas Data Rata-rata SRV Deviden Naik dan Deviden Turun

Item yang diuji	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp Sig (2-tailed)
Dividen Naik		
Sebelum	0,940	0,340
Sesudah	0,948	0,330
Dividen Turun		
Sebelum	0,994	0,276
Sesudah	1,019	0,250

Dari hasil perhitungan SPSS 10.00 for Windows diperoleh kesimpulan bahwa nilai probabilitas semua data lebih besar dari α atau $p > 0,05$, maka disimpulkan bahwa semua data berdistribusi normal.

Pengujian pengaruh pengumuman dividen terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham dilakukan dengan menggunakan uji t. Uji t berpasangan dilakukan terhadap rata-rata *security return variability* pada lima hari sebelum pengumuman dividen dibandingkan dengan rata-rata *security return variability* pada lima hari sesudah pengumuman dividen. Pengujian ini dilakukan pada dua kelompok dividen, yaitu dividen naik dan dividen turun.

a) Pengujian Hipotesis Pertama

H_{01} = Rata-rata SRV sebelum pengumuman = rata-rata SRV sesudah pengumuman.

H_{a1} = Rata-rata SRV sebelum pengumuman \neq rata-rata SRV sesudah pengumuman.

Dengan menggunakan $\alpha = 5\%$, data yang diperoleh akan diuji dengan uji t berpasangan. Bila signifikansi $< 0,05$, data yang diperoleh akan diuji dengan uji t berpasangan. Bila signifikansi $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan bila signifikansi $> 0,05$ maka H_0 tidak dapat ditolak atau diterima.

• Perhitungan nilai t

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji t berpasangan (beda dua mean), menggunakan program SPSS Versi 10.00. Dengan menggunakan uji t, rata-rata variabilitas tingkat keuntungan saham sebelum dan sesudah pengumuman untuk kelompok dividen naik

kemudian dibandingkan. Apabila terdapat perbedaan yang signifikan berarti menunjukkan bahwa ada pengaruh pengumuman perubahan dividen terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham untuk kelompok dividen naik.

Tabel 4.8. Hasil Pengujian Statistik Kelompok Dividen Naik

Periode	Rata-rata SRV	N	Uji Statistik	
			t hitung	P-value
Sebelum	4637877	42	0,142	0,888
Sesudah	5930898	42		

- Kesimpulan

Dari hasil analisis SRV terlihat nilai t hitung SRV periode sebelum dengan sesudah pengumuman dividen untuk kelompok dividen naik sebesar 0,142 dengan signifikansi (p-value) 0,888. Dengan uji t dua sisi signifikansi 5%, maka H_{01} tidak dapat ditolak.

b) Pengujian Hipotesis Kedua

H_{02} = Rata-rata SRV sebelum pengumuman = rata-rata SRV sesudah pengumuman.

H_{a2} = Rata-rata SRV sebelum pengumuman \neq rata-rata SRV sesudah pengumuman.

Dengan menggunakan $\alpha = 5\%$, data yang diperoleh akan diuji dengan uji t berpasangan. Bila signifikansi $< 0,05$, data yang diperoleh akan diuji dengan uji t berpasangan. Bila signifikansi $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan bila signifikansi $> 0,05$ maka H_0 tidak dapat ditolak atau diterima.

- Perhitungan nilai t

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji t berpasangan (beda dua mean), menggunakan program SPSS Versi 10.00. Dengan menggunakan uji t, rata-rata variabilitas tingkat keuntungan saham sebelum dan sesudah pengumuman untuk kelompok dividen turun kemudian dibandingkan. Apabila terdapat perbedaan yang signifikan berarti menunjukkan bahwa ada pengaruh pengumuman perubahan dividen terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham untuk kelompok dividen turun.

Tabel 9. Hasil Pengujian Statistik Kelompok Dividen Turun

Periode	Rata-rata SRV	N	Uji Statistik	
			t _{hitung}	P-value
Sebelum	3183732	42	1,712	0,095
Sesudah	3514596	42		

- Kesimpulan

Dari hasil analisis SRV terlihat nilai t hitung SRV periode sebelum dengan sesudah pengumuman dividen untuk kelompok dividen naik sebesar 1,712 dengan signifikansi (p-value) 0,095 Dengan uji t dua sisi signifikansi 5%, tetapi signifikan pada signifikansi 10 sehingga H_{01} tidak dapat ditolak.

KESIMPULAN

Dari hasil penelitian ini, kesimpulan yang dapat diambil adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata variabilitas tingkat keuntungan saham sebelum tanggal pengumuman dividen dan sesudah tanggal pengumuman dividen, baik untuk kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun. Hasil uji t untuk kelompok dividen naik diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 0,142 dengan signifikansi 0,888, sedangkan hasil uji t untuk kelompok dividen turun diperoleh t_{hitung} sebesar 1,712 dengan signifikansi 0,095, sehingga hipotesis nol untuk kedua kelompok dividen (H_{01} dan H_{02}) tidak dapat ditolak dan hipotesis alternatif ditolak.

Kesimpulannya adalah bahwa berdasarkan penelitian ini secara keseluruhan tidak terdapat *information content* atas pengumuman dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Prasetiono (2000) yang menghasilkan kesimpulan tidak adanya muatan informasi dalam naik turunnya dividen tunai yang diukur dengan rata-rata abnormal return saham. Tidak adanya *information content* atas pengumuman naik turunnya dividen yang dibagikan tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 diduga disebabkan antara lain oleh: (1) para investor lebih mempertimbangkan pergerakan saham untuk memperoleh *capital gain* daripada memperoleh dividen, karena pengumuman dividen dianggap tidak mencerminkan kinerja perusahaan secara langsung, (2) banyaknya informasi lain di luar informasi naik turunnya dividen yang mempengaruhi keputusan investor diperkirakan berpengaruh pada pergerakan harga saham.

KETERBATASAN

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Penelitian ini hanya menggunakan periode pengamatan tiga tahun, untuk penelitian selanjutnya sebaiknya memperlebar periode pengamatan.
- b. Perhitungan beta dalam penelitian ini tidak memperhatikan adanya bias beta yang dapat terjadi pada pasar modal yang sedang berkembang (pasar untuk transaksi perdagangan tipis).

SARAN

Saran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Dalam perhitungan beta perlu dikoreksi beta terhadap bias beta dalam model pasar yang digunakan untuk menaksir abnormal return sebelum menghitung variabilitas tingkat keuntungan saham agar beta pasar yang dihasilkan lebih baik.
- b. Penelitian ini tidak mempertimbangkan *size effect*, untuk penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan *size effect*.
- c. Dalam penelitian ini hanya meneliti dividen tunai untuk itu kepada peneliti yang akan datang hendaknya meneliti faktor lain selain dividen tunai.

DAFTAR PUSTAKA

- Bandi, dan Jogiyanto Hartono, 1999. *Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Deviden*. Makalah dalam Simposium Nasional Akuntansi II. Universitas Brawijaya, Malang
- Baridwan Zaki, 1996. *Intermediate Accounting*. Yogyakarta: BPFE.
- Bringham dan Wetson J. Fred, 1990. *Manajemen Keuangan* (terjemahan). Jakarta: Penerbit Airlangga.
- Budiarto, Arief dan Zaki Baridwan, 1999. Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994 – 1996. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 2, pp 91 -16
- Gujarati, Damodar, 1993. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Airlangga, Jakarta.
- Hanafi, Mamduh dan Suad Husnan, 1991. Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana. *Usahawan*, No. 11 Tahun XX.

- Hartono, Jogiyanto, 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Husnan, Suad, Mamduh Hanafi dan Amin Wibowo, 1996. Dampak Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Keuntungan. *Jurnal Kelola II*, hal 111-125.
- Husnan, Suad, 1994. *Dasar-dasar Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Indrastanti, Sri Retno, 1998. Pengaruh Pengumuman Laporan Keuangan Intern di Pasar Modal. *Empirika FE UMS*, No. 22
- Kuntowati, Ariesty dan Heru Agustanto, 2000. Analisis Pengaruh Pengumuman Deviden terhadap Harga Saham. *Perspektif*, Vol 5 No. 1
- Prasetiono, 2000. Pengaruh Pengumuman Deviden terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Media Ekonomi dan Bisnis*, Vol. XII.