

Dr. Darmawan, M.AB



MANAJEMEN KEUANGAN:
Memahami Kebijakan Dividen
Teori Dan Praktiknya Di Indonesia

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA
DIVIDENDS



UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2018

Dr. Darmawan, M.AB

MANAJEMEN KEUANGAN:

Memahami Kebijakan Dividen Teori dan Praktiknya di Indonesia



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Lembaga Penerbit

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

2018

MANAJEMEN KEUANGAN: Memahami Kebijakan Dividen, Teori dan Praktiknya di Indonesia

©Darmawan, Dr.,M.AB

Cetakan I, Juli 2018

Penulis : Dr. Darmawan, M.AB

Editor : Lilis Renfiana, SE,ME.

Pracetak : FEBI UIN Suka press

Tata Letak : FEBI UIN Suka press

Cover : Salsabilla Shafa Adzra

Diterbitkan oleh:

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Islam

Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta

Jl. Marsda Adisucipto, Yogyakarta

ISBN : 978-602-53254-1-0

Hak Cipta dilindungi Undang-undang



KATA PENGENTAR

Syukur alhamdulillah, penulis ucapkan atas selesainya buku yang berjudul “Manajemen Keuangan: Memahami Kebijakan Dividen, Teori dan Prakteknya di Indonesia”. Buku ini ditujukan untuk mengisi kekosongan literatur dibidang kebijakan Dividen sebagai 1 dari 3 bidang utama yang dipelajari dalam Ilmu Manajemen Keuangan, yaitu Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen. Buku ini sengaja penulis selesaikan dari pada dua buku yang lain, karena dirasakan kebutuhan yang lebih mendesak. Seperti yang sudah banyak diketahui, Buku keputusan keuangan yang lain sudah banyak ditulis oleh penulis lain. Berbeda dengan kebijakan dividen, hal ini juga dipengaruhi dengan perdebatan panjang didalam perkembangan teorinya.

Buku ini ditulis dalam 3 bagian: Bagian pertama terdiri dari Teori –teori yang berkembang dalam upaya para ahli memahami bagaimana sebetulnya kebijakan dividen itu; Bagian kedua membahas bagaimana kebijakan dividen dilaksanakan di Indonesia, baik itu regulasi maupun kebijakan yang dijalankan

para manajer keuangan di perusahaan-perusahaan; Bagian terakhir adalah bab tambahan yang menjelaskan bagaimana secara matematis analisa pada dua bagian buku ini dibangun. Sehingga para pembelajar bisa menggali lebih dalam, mencoba lebih banyak data dan pengamatan yang sektoral.

Akhir kata, penulis sadar akan begitu banyak kekurangan yang terdapat pada buku kecil ini. Tetapi dengan segala kekurangan itu penulis ucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya pada UIN Sunan Kalijaga dan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga khususnya yang telah memberikan kesempatan pada penulis untuk mengajar dan sekaligus menulis pada bidang ilmu manajemen keuangan.



DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	i
DAFTAR ISI	iii
BAB 1 TEORI TEORI KEUANGAN	2
A. Corporate Finance Theory	2
B. Teori Keuangan Modern	7
BAB II KAJIAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN	12
A. Ruang Lingkup Dividen	12
B. Jenis Jenis Dividen	13
C. Kebijakan Dividen	16
D. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen	17
BAB III KEBIJAKAN PEMBERIAN DIVIDEN	29
A. Berdasar Pergerakan	29
B. Tanggal Penting dalam Kebijakan Dividen	31
BAB IV TEORI – TEORI KEBIJAKAN DIVIDEN	34
A. Teori Dividen Tidak Relevan	34
B. Teori The Bird In The Hands	36
C. Teori Perbedaan Pajak	38
D. Teori Signaling hypothesis	41
E. Teori Clientele Effect	42
BAB V KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PRAKTIK	45
A. Alternatif Kebijakan	45
B. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan	49
BAB VI STOCK REPURCHASE, STOCK DIVIDEND DAN STOCK SPLIT	53

A. Stock Repurchase	53
B. Stock Dividend dan Stock Split	57
BAB VII DAMPAK PENGUMUMAN DIVIDED TERHADAP HARGA SAHAM	59
A. Dampak Bagi Manajemen	59
B. Bagi Nilai Saham	63
BAB PRAKTIK KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA	68
A. Posedur Standar Pembayaran Dividen Tunai di Indonesia	68
B. Kebijakan Pajak Atas Dividen Di Indonesia	69
C. Aspek Hukum Lain Kebijakan Dividen Di Indonesia	71
BAB IX ANALISA REAKSI PASAR PADA KEBIJAKAN DIVIDEN	78
A. Return	78
B. Abnormal Return	79
C. Reaksi Pasar	80
D. Penelitian Dividen pada Reaksi Pasar	82
BAB X KARAKTERISTIK PERUSAHAAN	92
A. Pengertian Karakteristik Perusahaan	92
B. Penelitian Kebijakan Dividen pada karakteristik perusahaan	97
C. Pentingnya Karakteristik Perusahaan dalam Memahami Kebijakan Dividen	105
BAB XI PEMETAAN EMITEN ATAS KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA	116
A. Pengumuman Dividen	116
B. Jenis Pengumuman	121

BAB XII PERUSAHAAN YANG MENGUMUMKAN DIVIDEN	157
A. Gambaran Umum	157
B. Analisa Studi Peristiwa Pengumuman Kebijakan Dividen	158
C. Menguji Teori Signaling pada Kebijakan Dividen	162
D. Menyimpulkan Bentuk Pasar Sesuai Reaksinya Terhadap Pengumuman Dividen	195
E. Karakteristik Perusahaan yang Mempengaruhi Dividen .	207
BAB XIII KEPUTUSAN INVESTASI-PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN	262
A. Teori Pecking Order	262
B. Hubungan antara Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen	278
BAB XIV METODE STUDI PERISTIWA	283
A. Uji Asumsi Klasik	283
B. Teknik Analisis Studi Peristiwa	285
Daftar Pustaka	297

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA





STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

BAB 1

TEORI TEORI KEUANGAN

A. Corporate Finance Theory

Banyak para ahli yang mengemukakan tentang nilai perusahaan dan kaitannya dengan fungsi manajemen keuangan. Menurut Berk (2012: 9-11) dalam hal pengambilan keputusan keuangan untuk keperluan bisnis bagi stockholders, Manajemen keuangan memiliki tiga tugas utama: Membuat keputusan investasi, membuat keputusan pendanaan dan mengelola keperluan uang cash dalam jangka pendek. Tugas yang paling penting dari manajemen keuangan adalah membuat keputusan keuangan perusahaan. Manajemen keuangan harus mengukur biaya dan keuntungan dari setiap investasi atau proyek dan memutuskan mana dari kualitas investasi yang baik untuk mempergunakan uang yang telah di-investasikan oleh para pemegang saham ke dalam perusahaan.

Berk (2012: 9-11) juga memandang bahwa, manajemen keuangan harus memastikan bahwa perusahaan memiliki cukup uang cash untuk memenuhi kewajiban dari hari ke hari. Tugas ini

biasanya disebut sebagai managing *working capital* (*working capital* mengacu pada beberapa hal, seperti: *cash*, inventori, bahan baku, pinjaman ke pemasok dan pembayaran dari konsumen. Hal – hal yang membuat produksi terus berjalan). Secara keseluruhan keputusan – keputusan yang diambil oleh manajemen keuangan adalah - *to maximize the wealth of the owners, the stockholders*. Para pemilik saham telah berinvestasi pada perusahaan, menyimpan uang mereka dengan resiko untuk menjadi pemilik perusahaan. Oleh karenanya, manajemen keuangan adalah karetaker orang yang menerima amanah berupa uang dari para pemilik saham, membuat keputusan untuk kepentingan mereka. Banyak perusahaan memiliki ribuan pemilik. Para pemilik ini bervariasi dari institusi besar sampai dengan investor perorangan langsung. Setiap pemilik memiliki kepentingan dan prioritas yang berbeda. Tetapi tentu para pemilik saham ini sepakat pada satu hal bahwa, nilai investasi mereka di dalam perusahaan menjadi maksimal.

Brigham (2011: 40) mengatakan hal yang sama, *Shareholders* adalah pemilik perusahaan dan mereka membeli saham karena mereka menginginkan pengembalian yang baik

tanpa mendapatkan resiko berlebihan yang tidak semestinya. Karena Manajer diharapkan bekerja untuk kepentingan *shareholders*, mereka harus membuat kebijakan yang meningkatkan nilai *shareholders* (Jensen, 2001: 8-21). Sebagai konsekuensinya, asumsi dasar dari tujuan manajemen adalah *stockholder wealth maximization*.

Kebijakan dividen berhubungan dengan keputusan untuk membagikan keuntungan atau menahannya (laba ditahan) untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan (keputusan investasi). Kebijakan dividen yang optimal dalam sebuah perusahaan adalah kebijakan seimbang antara dividen yield saat ini dan pertumbuhan perusahaan (contohnya berupa naiknya harga saham) di masa yang akan datang sehingga memaksimumkan nilai perusahaan. Fungsi utama manajemen keuangan adalah mengatur keputusan pendanaan untuk menutupi keputusan investasi yang diambil perusahaan. Salah satu sumber pendanaan adalah pendanaan internal berupa penetapan alokasi dari keuntungan neto sesudah pajak atau laba setelah pajak untuk kebijakan dividen di satu sisi dan untuk keputusan untuk menentukan besaran laba ditahan di sisi lain. Keputusan tersebut mempunyai pengaruh terhadap nilai

dari perusahaan dimasa depan (Eli, 2008). Jika keputusan investasi dan keputusan pengendalian diabaikan, asumsinya adalah jika pihak manajemen telah memutuskan berapa persentase laba perusahaan untuk menutupi keputusan investasi dan bagaimana keputusan pendanaan untuk investasi itu, maka kebijakan untuk membayarkan sebagian laba perusahaan sebagai dividen hanya menjadi ekses dari keputusan untuk menahan sebagian laba (laba ditahan) untuk keperluan investasi perusahaan dimasa depan. Demikian pula berlaku kebalikannya, kebijakan untuk membayar sebagian laba perusahaan dalam bentuk dividen akan bersamaan dengan keputusan menentukan besaran angka laba ditahan, dengan demikian akan menurunkan akan menurunkan sumber pendanaan eksternal.

Ketika akan menentukan kebijakan dividen tersebut maka perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan. Dengan dilakukannya analisa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen tersebut, maka kebijakan dividen yang dibuat perusahaan akan menjadi optimal sehingga akan mengakibatkan meningkatnya nilai perusahaan, selanjutnya tentu akan

meningkatkan kemakmuran para pemilik perusahaan yang dicerminkan oleh harga pasar saham perusahaan.

Sartono (2010: 6-11) mengatakan bahwa kemakmuran para pemegang saham akan meningkat ketika harga saham yang dimilikinya meningkat. Artinya semakin tinggi harga pasar saham berbanding lurus dengan semakin meningkatnya kemakmuran pemegang saham. Harga pasar dari saham, menunjukan nilai perusahaan. Oleh karena itu ketika harga pasar saham meningkat, hal itu berarti meningkatnya nilai perusahaan.

Berdasarkan pemaparan tersebut maka bisa disimpulkan bahwa, ada dua keuntungan yang diharapkan oleh investor dengan membeli atau memiliki saham (Gordon, 1959: 99-105; IDX, 2010):

1. *Dividen Yield*, *Dividen yield* merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan yang berasal dari keuntungan perusahaan yang disisihkan. Dividen diberikan pada akhir tahun buku setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS, dividen ini disebut dividen final. Sedangkan jika diberikan di tengah tahun buku, cukup dengan mendapatkan persetujuan direksi, dan

disebut sebagai dividen interim. Jika seorang investor ingin mendapatkan dividen, maka investor tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu tertentu yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen, atau Ex-Dividend.

2. *Capital Gain*, *Capital Gain* adalah selisih positif antara harga beli dan harga jual saham, sedangkan jika terjadi selisih negatif disebut capital lost. Capital gain terbentuk dari return dari terjadinya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder.

Atau menurut hipotesis Gordon (1959: 99-105) investor juga mungkin mengharapkan kedua-duanya baik dividen yield maupun capital gain.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

B. Teori Keuangan Modern

Praktisi keuangan, para pelaku bisnis dan analis dibidang bisnis dan keuangan, menggunakan teori – teori keuangan untuk menganalisa, kemudian mendesain pemecahan masalahnya. Hal ini juga baik untuk sebagian besar model teoritis. Perkembangan teori

- teori inilah kemudian yang akan mendasari model dan pemecahan masalah dibidang keuangan (Megginson, 1997; 4-27).

Efficient Capital Market Theory, teori Efisiensi pasar modal ini bukan efisien seperti yang dipahami dalam arti administrasi keuangan, tetapi efisien secara informasi. Artinya, bahwa harga-harga sekuritas yang diperjualbelikan di pasar modal telah mengandung informasi yang lengkap dan relevan yang mempengaruhi harga sekuritas tersebut. Asumsi ini disebut *Efficient Market Hypothesis*. Karakteristik efisiensi pasar modal diantaranya: Tidak adanya biaya yang dibutuhkan untuk melakukan transaksi, baik transaksi pembelian maupun penjualan; Tidak ada pajak yang dibebankan dalam transaksi yang terjadi dipasar; Pasar bersifat persaingan sempurna, artinya terdapat banyak pembeli dan penjual; Pembeli maupun penjual bertindak sebagai penentu harga; Setiap individu maupun institusional memiliki akses yang sama terhadap pasar modal; Informasi yang berhubungan dengan pasar modal tersedia bagi semua pelaku pasar tanpa biaya.

Untuk mencapai keadaan pasar yang efisien secara informasi diperlukan terpenuhinya 4 syarat berikut ini: setiap informasi bisa

diperoleh tanpa biaya dan tersedia bagi semua pelaku pasar modal pada saat yang sama; Secara individual pelaku pasar modal tidak dapat dan tidak mampu mempengaruhi harga saham; Setiap pelaku di pasar modal bertindak secara rasional; Tidak adanya biaya untuk melakukan transaksi, pajak serta hambatan-hambatan transaksi lainnya.

Konsep Efisiensi pasar modal menurut Fama (1978: 272-284) dibagi menjadi 3 tipologi efesiensinya: *weak-form efficiency*, efesiensi pasar bentuk lemah, terjadi ketika pasar menunjukkan harga saham dimasa yang akan datang tidak dapat di prediksi hanya semata-mata menggunakan data harga saham dimasa lalu; *semi strong-form efficiency*, efesiensi pasar bentuk setengah kuat, terjadi ketika pasar menunjukkan harga saham yang terjadi menggambarkan informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan; *strong-form efficiency*, efesiensi pasar bentuk kuat, terjadi ketika pasar menunjukkan harga saham yang terjadi merefleksikan informasi, baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan.

Capital Structure Theory, artikel Teori Struktur modal yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miler (1958: 261-297)

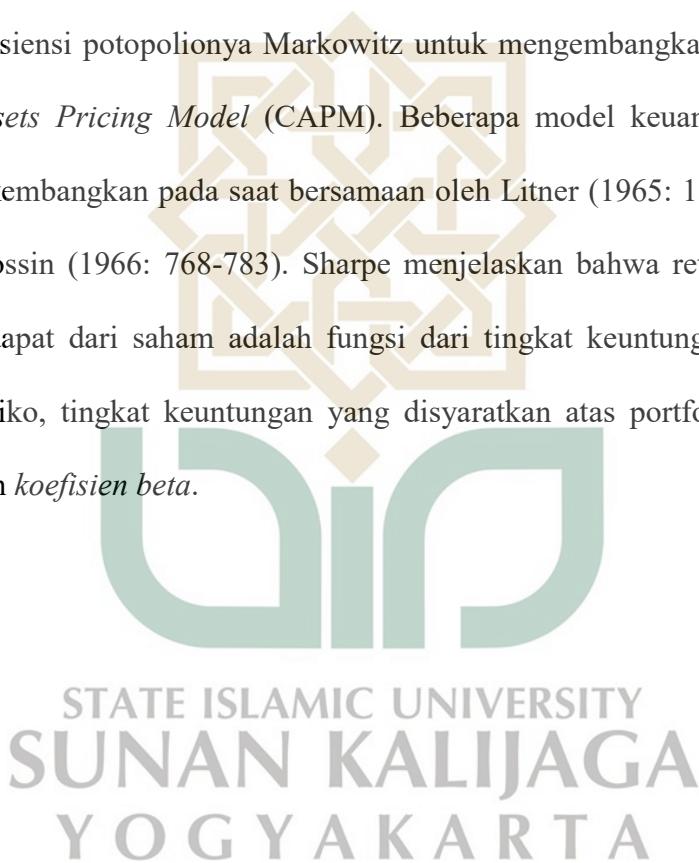
menjelaskan struktur modal yang merupakan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Teori ini mengemukakan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa yang akan datang tidak dipengaruhi oleh besarnya struktur modal (dengan asumsi tidak ada pajak).

Pada tahun 1963 (433-443), Modigliani – Miller mempublikasikan makalahnya tentang Struktur modal dengan memperhitungkan pengaruh pajak. Dengan adanya pajak, Modigliani-Miller mengatakan bahwa nilai perusahaan seperti yang tercermin dengan harga saham dipengaruhi oleh struktur modal.

Chasflow Discounted Theory, Teori ini menjelaskan konsep nilai waktu dari uang. Aliran kas yang diterima pada masa depan dapat diprediksi sekarang dengan menggunakan faktor diskonto.

Portfolio Theory, dicetuskan oleh Harry Markowitz (1952: 77-91). Teori potofolio menyatakan bahwa resiko yang ditanggung dapat dikurangi dengan cara mengkombinasi beberapa asset dalam sebuah portfolio. Investor dapat mengurangi resiko atas investasi yang dilakukannya melalui strategi menginvestasikan dana yang dimiliknya kedalam berbagai saham di beberapa pasar saham/berbagai saham di suatu pasar saham. Teori fortfolio ini

belum menjelaskan secara jelas hubungan antara hasil yang akan didapatkan dengan resiko dari investasi yang dilakukan. Teori portfolio kemudian disempurnakan oleh William T. Sharpe (1964: 425-442) dengan memasukkan dua bagian kritis kedalam efisiensi potopolionya Markowitz untuk mengembangkan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Beberapa model keuangan juga dikembangkan pada saat bersamaan oleh Litner (1965: 13-37) dan Mossin (1966: 768-783). Sharpe menjelaskan bahwa return yang didapat dari saham adalah fungsi dari tingkat keuntungan bebas resiko, tingkat keuntungan yang disyaratkan atas portfolio pasar dan *koefisien beta*.



BAB II

KAJIAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

A. Ruang Lingkup Dividen

Pada dasarnya, menurut Arie Afzal (2012: 1-9) laba bersih perusahaan bisa dibagikan kepada pemilik saham sebagai dividen atau ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang bagaimana penggunaan laba yang menjadi hak dari pemilik saham. Kebijakan dividen berimbang pada pengelolaan laba, yaitu antara membayar dividen kepada para pemilik saham atau menginvestasikan kembali dalam perusahaan. Laba ditahan merupakan salah satu alternatif dari sumber dana yang paling cepat dan murah untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, dilain pihak dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk para pemilik saham (Horne, 1998 : 496).

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemilik saham sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya. Pembagian ini akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan, tapi distribusi keuntungan kepada para pemilik

memang adalah tujuan utama suatu bisnis. Beberapa perusahaan mungkin memiliki Rencana Investasi Ulang Dividen (*dividend reinvestment*). Hal ini memungkinkan para pemegang saham untuk menggunakan dividennya secara sistematis untuk membeli sedikit saham yang biasanya tanpa komisi. Dalam beberapa kasus, mereka tidak perlu membayar pajak untuk investasi ulang dividen ini, namun biasanya perlu membayar komisi (Horne, 1998 : 515).

B. Jenis Jenis Dividen

Ada dua jenis dividen yang sering digunakan yaitu:

1. Dividen tunai, Metode pembayaran dividen ini paling sering dipergunakan sebagai cara pembagian keuntungan.

Dibayarkan secara tunai dan dikenai pajak sesuai dengan tahun pengeluarannya. Agak berbeda dengan di Amerika Serikat yang menyatakan bahwa keputusan untuk membagi dividen berada di tangan *board of directors*, di Indonesia keputusan untuk dividen pada dasarnya berada ditangan Rapat Umum Pemegang Saham atau RUPS sesuai dengan

UU No. 1 tahun 1995, pasal 62 ayat 1 dan 2 (Husnan, 1996 : 382).

2. Dividen saham, Metode pembayaran dividen dalam bentuk saham kepada para pemilik saham. Dividen saham sejatinya merupakan penyusunan kembali modal perusahaan atau rekapitalisasi perusahaan, sedangkan perbandingan kepemilikan perusahaan tidak mengalami perubahan (Sartono, 2010 : 295). Metode ini cukup sering dilakukan dan dibayarkan dalam bentuk saham tambahan, biasanya dengan memperhatikan perbandingan jumlah saham yang dimiliki. Metode pembayaran dividen ini tidak dikenai pajak. Dividen saham juga menimbulkan peningkatan jumlah saham tetapi harga yang lebih rendah untuk setiap lembar sahamnya. Contohnya, untuk setiap 100 saham yang dimiliki investor, investor menerima 5 saham tambahan. Husnan (2010 : 296) berpendapat bahwa tujuan perusahaan memberikan dividen saham adalah untuk menghemat kas karena adanya alternatif kesempatan berinvestasi yang lebih menguntungkan. Kebijakan dividen saham tidak diperbolehkankan jika dividen saham

ditujukan untuk mengatasi kesulitan finansial perusahaan, karena perusahaan tidak dapat memanipulasi investor yang akan mengakibatkan harga saham turun.

Selain kedua jenis dividen tersebut ada juga *Script Dividen*, *Property dividen* dan *Liquidating dividen*.

1. *Script Dividen* adalah surat pernyataan kesediaan untuk membayar sejumlah uang tertentu yang diberikan oleh perusahaan kepada para pemilik saham sebagai dividen. Surat ini hakikatnya merupakan surat hutang yang berbunga sampai dengan dibayarnya dividen tersebut kepada yang berhak. Script dividen seperti biasanya dibuat ketika para pemilik saham menentukan keputusan tentang pembagian laba, tetapi perusahaan belum memiliki sejumlah dana tunai yang cukup untuk membayar dividen tunai (Arief Suaidi, 1994: 231).
2. *Property Dividen* adalah jenis dividen yang diberikan kepada para pemilik saham dalam bentuk sejumlah barang-barang. Contohnya berupa persediaan yang merupakan investasi perusahaan pada perusahaan lain. Pembagian dividen dalam barang tentu lebih sulit dihitung dan

dilaksanakan dibandingkan dengan pembagian dividen tunai. Perusahaan melakukan *property dividend* karena uang tunai perusahaan diinvestasikan dalam saham perusahaan lain atau persediaan. Penjualan investasi atau persediaan jika jumlahnya cukup banyak akan menyebabkan harga jual investasi ataupun persediaan menjadi turun, sehingga merugikan perusahaan dan pemilik saham itu sendiri (Arief Suaidi, 1994 : 233).

3. *Liquidating Dividen* adalah jenis dividen yang dibayarkan kepada para pemilik saham, sebagian dari jumlah tersebut dimaksudkan sebagai pembayaran dividen tunai, sedangkan sebagian lagi dimaksudkan sebagai pengembalian modal yang diinvestasikan oleh para pemegang saham ke dalam perusahaan tersebut (M. Munandar, 1983: 314).

SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA

C. Kebijakan Dividen

Kebijakan deviden adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen keuangan untuk menentukan besarnya perbandingan laba yang dibagikan kepada para pemilik saham dalam bentuk dividen tunai, *deviden smoothing* yang dibagikan, deviden saham,

pemecahan saham, dan penarikan kembali saham yang beredar. Semua alternatif kebijakan ini diambil untuk meningkatkan kemakmuran para pemilik saham.

Salah satu kebijakan manajemen adalah untuk memutuskan apakah keuntungan yang diperoleh perusahaan selama tahun buku akan diberikan semuanya ataukah akan dibagi dalam perbandingan tertentu untuk dividen dan sisanya akan disimpan sebagai laba yang ditahan untuk kepentingan investasi dimasa depan. Apabila perusahaan mengambil kebijakan akan membagi laba perusahaan sebagai dividen, hal ini akan mengakibatkan berkurangnya modal intern perusahaan.

D. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Horne dan Wachowicz (1998 : 501-503), ada beberapa hal yang mempengaruhi kebijakan dividen. Hal ini telah diteliti oleh Sujata (2009: 32-35), yang dalam beberapa hal pendapat mereka bisa saling mengisi satu sama lain. Secara umum hal – hal yang mempengaruhi kebijakan dividen bisa dirinci sebagai berikut adalah :

1. Undang-undang: Walaupun beberapa undang-undang dan keputusan pengadilan yang mengatur kebijakan dividen sangat rumit sifatnya, tetapi isinya dapat diringkas. Undang-undang perseroan terbatas menyatakan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba saat ini ataupun berasal dari laba tahun lalu pada pos laba ditahan di neraca. Peraturan pemerintah menitikberatkan peraturan tentang dividen ini pada tiga hal: peraturan laba bersih, larangan pengurangan modal (*capital impairment rule*), dan peraturan tentang kepailitan (*insolvency rule*). Peraturan laba bersih mengatur bahwa, dividen bisa bersumber dari laba saat ini atau laba tahun lalu. Larangan pengurangan modal ini bertujuan untuk melindungi para pemberi kredit. Larangan untuk membayar dividen dengan mengurangi modal berarti membagi modal suatu perusahaan dan bukan membagikan laba. Sedangkan peraturan tentang kepailitan mengaturkan perusahaan untuk tidak membayar dividen pada saat perusahaan sedang pailit. Pailit adalah kondisi kinerja keuangan perusahaan dimana karena kewajiban perusahaan lebih besar dari aktivanya. Membayarkan

dividen dalam keadaan pailit seperti ini berarti memberikan kepada pemegang saham sejumlah dana yang sebenarnya merupakan milik pemberi kredit. Undang-undang kepailitan sangat penting karena merupakan kerangka dalam merumuskan kebijakan dividen sebuah perusahaan. Tetapi, dalam batasan-batasan tersebut, kinerja keuangan perusahaan dan perekonomian tetap mempunyai pengaruh yang besar pada kebijakan dividen.

2. Posisi Likuiditas, Likuiditas adalah rasio keuangan antara aktiva lancar dengan hutang lancar. Rasio ini menggunakan tingkat besarnya dana yang tersedia untuk menghadapi transaksi kebutuhan sehari-hari perusahaan (Husnan, 2006: 232). Laba ditahan ditujukan untuk diinvestasikan kedalam aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha perusahaan. Laba ditahan dari tahun-tahun buku sebelumnya sudah diinvestasikan pada pabrik dan peralatan, persediaan dan aktiva lainnya, jadi laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Oleh karena itu meskipun sebuah perusahaan membukukan sejumlah laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen tunai karena

keadaan likuiditas. Pada perusahaan yang sedang berkembang, walaupun membukukan sejumlah keuntungan yang relatif besar, perusahaan berkembang mempunyai kebutuhan dana yang sangat mendesak untuk aktivitas usaha sehari-harinya. Keadaan perusahaan seperti ini, membuat perusahaan memutuskan untuk tidak membayar dividen.

3. Kebutuhan untuk melunasi hutang, ketika perusahaan mengambil keputusan pendanaan untuk membiayai keputusan investasinya, perusahaan tersebut dihadapkan pada dua alternatif. Alternatif pertama, perusahaan dapat membayar hutang sebagai akibat keputusan pendanaannya pada saat jatuh temponya atau menggantikannya dengan jenis surat berharga yang lain. Jika keputusannya adalah membayar hutang yang telah jatuh tempo tersebut, maka manajer memerlukan cadangan laba. Ketika dana dari laba yang tersedia jumlahnya lebih kecil dari dana yang akan dikeluarkan untuk mebayar hutang, maka manajer keuangan perlu mempertimbangkan antisipasi lain (Widyantoro, 1995:364).

4. Larangan dalam Perjanjian Hutang, dalam perjanjian hutang, khususnya pada hutang yang merupakan hutang jangka panjang, seringkali dibuat perjanjian yang membatasi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai. Perjanjian ini hakikatnya dibuat untuk melindungi kedudukan kreditur. Bunyi perjanjiannya biasanya mengatakan bahwa, dividen pada masa yang akan datang dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang dan dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih berada di bawah jumlah yang telah ditentukan dalam perjanjian tersebut. Hal ini juga terdapat pada perjanjian saham preferen yang biasanya menyatakan bahwa dividen tunai dari saham biasa tidak dapat dibayarkan terkecuali semua dividen saham preferen sudah dibayar terlebih dahulu.

5. Tingkat Ekspansi Aktiva, berkembangnya sebuah perusahaan akan makin membutuhkan biaya yang besar pula. Jika pendanaan di masa depan meningkat perusahaan akan memutuskan untuk menahan laba dari pada membayarkan dividen perusahannya. Ketika perusahaan

memutuskan untuk mencari pendanaan eksternal, maka sumber-sumber yang paling mudah adalah berasal dari pemegang saham saat itu yang tentu saja lebih mengetahui keadaan perusahaan dari pada pihak eksternal lainnya. Akan tetapi jika laba dibayarkan sebagai dividen yang pasti kemudian dikenai pajak penghasilan pribadi yang tinggi. Hal ini akan membuat hanya tersisa sebagian sisanya untuk berinvestasi lagi. Perluasan usaha perusahaan bisa diartikan sebagai upaya perluasan usaha intern dan maupun ekstern (Widyantoro, 1995:36). Perluasan usaha intern adalah suatu strategi perusahaan yang ditempuh untuk meningkatkan penjualan atau pangsa pasar dari lini produk yang ada dengan cepat. terdapat empat upaya yang tergolong sebagai perluasan intern yaitu penetrasi pasar oleh produk yang ada, penambahan produk yang baru, penambahan pasar baru dan penambahan produk dan pasar baru bersama-sama. Berikutnya, perluasan ekstern adalah upaya perusahaan yang ditempuh untuk meningkatkan kerjasama dengan pemerintah dan dunia bisnis lainnya sehingga dapat

membawa dampak positif bagi perusahaan (Widyantoro, 1995:35).

6. Tingkat Laba, merupakan tingkat pengembalian atas aktiva yang telah diinvestasikan, sehingga diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membagikan laba tersebut dalam bentuk dividen pada pemilik saham atau menggunakannya kembali di perusahaan tersebut. Tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan atas investasinya bisa menjadi pertimbangan positif maupun negatif untuk membagikan dividen atau menentukan laba ditahan untuk keperluan perusahaan dalam jangka panjang. Jika terjadi tingkat keuntungan yang tinggi, tentu akan lebih mudah menyisihkan sebagian keuntungan untuk dibagikan berupa dividen pada para pemilik saham. Sedangkan jika terjadi tingkat keuntungan perusahaan yang rendah akan memperkecil kemungkinan untuk dapat membagikan dividen pada para pemilik perusahaan (Widyantoro, 1995:35).
7. Stabilitas Laba, Tidak semua perusahaan mampu menjaga stabilitas labanya dari masa-kemasa. Bahkan sudah menjadi

klausa umum bahwa laba dan pertumbuhan perusahaan dimasa depan sulit untuk diprediksi. Hal ini dikarenakan banyaknya variabel yang mempengaruhi laba dan pertumbuhan perusahaan. Jika laba perusahaan relatif stabil tetap ataupun terus meningkat, tentu perusahaan akan lebih mudah menentukan besaran dividen. Hal ini karena investor tentu lebih menyukai deviden yang terus meningkat atau setidaknya mudah diprediksi. Sehingga perusahaan cenderung untuk juga kenyal dalam menentukan kebijakan dividen.

8. Peluang ke Pasar Modal, pada perusahaan besar dan telah berjalan dengan baik tentu saja memiliki kemudahan dalam mengakses pasar dari pada perusahaan yang lebih kecil dan belum mendapatkan kepercayaan dari masyarakat investor. Karena pada perusahaan yang besar mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas laba sehingga investor lebih mudah untuk melakukan prediksi pada laba dan pertumbuhan perusahaan dimasa depan. Sedangkan pada perusahaan kecil tanpa data yang cukup akan lebih banyak mengandung resiko bagi penanam modal potensial.

Sehingga kemampuan perusahaan kecil untuk menaikkan modalnya atau pendanaan eksternal akan terbatas. Hal ini akan berakibat perusahaan perusahaan kecil seperti ini harus membuat keputusan laba ditahan lebih besar untuk membiayai operasinya. Oleh karena itu perusahaan besar akan bercenderungan untuk memberi dividen yield yang lebih besar daripada perusahaan kecil.

9. Kendali, variabel ini telah menjadi pertimbangan para pemilik saham sejak lama. Sumber pembiayaan akan berpengaruh pada perimbangan kendali atas perusahaan. Pelibatan pendanaan eksternal yang lebih besar akan mengakibatkan menurunnya kendali para pemilik saham pada saat ini. Dilain pihak jika pendanaan internal yang lebih besar, maka para pemilik saham saat ini bisa mempertahankan kendalinya. Perjanjian hutang biasanya akan berisi larangan-larangan tertentu dari kreditor yang bertujuan untuk melindungi pinjamannya. Begitu juga pada penerbitan saham baru yang akan berakibat pada berbaginya kendali perusahaan dari para pemilik lama dengan para pemilik saham baru perusahaan. Pada saat

yang sama sumber pendanaan internal juga akan meningkatkan resiko yang harus ditanggung oleh para pemilik (Wahyudi, 2006: 1-26).

10. Posisi Pemegang Saham sebagai Pembayar Pajak, Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Misalnya, suatu perusahaan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi, cenderung untuk membayar dividen yang rendah. Pemilik memilih untuk mengambil pendapatan mereka dalam bentuk peningkatan modal daripada dividen, karena dividen akan terkena pajak penghasilan pribadi yang lebih tinggi. Perbedaan besarnya pajak bagi masing-masing pemilik saham tentu akan menjadi preferensi dalam mendukung atau tidak mendukung pembagian dividen. Konflik kepentingan ini terjadi ketika para pemilik yang dikenai tarif pajak tinggi tentu akan lebih menyukai tidak dibagikannya dividen dari pada para pemilik yang dikenai tarif pajak rendah. Para pemilik saham yang dikenai pajak rendah akan meminta dividen yang mengandung

keuntungan yang bersifat segera dari pada kenaikan harga saham dimasa depan yang beresiko. Sedangkan para pemilik saham yang dikenai pajak tinggi lebih berharap agar laba digunakan untuk memperbesar modal, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Pilihan yang kemudian diambil oleh para pemilik saham akan berakses pada kepuasan kelompok yang kepentinganya diabaikan, sehingga kelompok para pemilik saham dengan kualifikasi pajak tertentu ini akan memilih untuk menjual sahamnya dan memilih untuk membeli saham lain sesuai dengan kebutuhan dan jenis pajak yang dikenakan pada investasinya. Jika ini terjadi maka harga saham akan menjadi menurun. Jadi, dalam hal tertentu, kebijakan

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

satu perusahaan ditentukan oleh jenis dari pemegang sahamnya dan begitupun sebaliknya. Pengaruh ini disebut *clientele effect* pada kebijakan dividen.

11. Pajak Atas Laba yang Diakumulasikan Secara Salah, perusahaan dalam keadaan tertentu bisa dipergunakan bagi para penghindar pajak untuk menghindari tarif pajak penghasilan pribadi yang tinggi. Para penghindar pajak

akan mempergunakan kepemilikan atas saham perusahaan sebagai penyimpan uang, peraturan pajak perusahaan menentukan suatu pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang diakumulasikan secara tidak benar ini.

Berdasarkan uraian pendapat Horne, Wachowicz dan Sujata tadi maka bisa dipahami pendapat Alfredo Mahendra (2011: 80-81) yang mengatakan bahwa, mudah dipahami kemudian jika dikatakan indikasi paling mudah dalam memahami hal – hal yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kinerja keuangan perusahaan. Dengan cara yang berbeda Marzuki (2010: 61-63) juga menjelaskan bagaimana rasio – rasio keuangan BUMN mempengaruhi harga saham perusahaan di Bursa Efek.



BAB III

KEBIJAKAN PEMBERIAN DIVIDEN

A. Berdasar Pergerakan

Berdasarkan pergerakannya dividen dibagi menjadi beberapa kategori:

1. *Dividend initiation :*

Kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen untuk pertama kalinya ini akan membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Kebijakan dividen ini bisa dijadikan sinyal baik bagi para manajer maupun investor tentang kinerja keuangan perusahaan saat ini dan dimasa depan. Investor akan memandang pembayaran dividen untuk pertama kalinya ini sebagai optimisme manajer perusahaan, karena jika manajer perusahaan tidak yakin akan masa depan perusahaan, maka mereka tidak akan mengambil kebijakan untuk membagikan dividen. (Bukit dan Jogiyanto, 2000). Pengumuman inisiasi dividen dapat memberikan sinyal positif terhadap harga saham karena pengumuman mengisyaratkan kemampuan

perusahaan dalam menghasilkan laba di masa datang.

Tetapi jika kemudian dalam jangka panjang kinerja keuangan perusahaan yang tidak sesuai harapan dan prediksi, akan berakibat pada kekecewaan investor. Hal ini akan membuat mereka menjual saham yang dimilikinya, sehingga akan menyebabkan penurunan harga saham.

2. *Dividend cuts :*

Kebijakan dividen ini adalah kebijakan yang diambil oleh perusahaan untuk menurunkan kumulasi dividen dari tahun sebelumnya. Data empiris menunjukkan kebijakan ini seringkali diapresiasi negatif oleh pasar, dengan menurunnya harga saham perusahaan yang mengambil kebijakan ini dibandingkan harga saham perusahaan lain yang tidak mengambil kebijakan yang sama. Pengurangan dividen memberikan sinyal pada investor bahwa perusahaan dalam kondisi penurunan kinerja. Sesuai dengan *signalling theory*, *dividen cuts* akan memberikan sinyal negatif yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi menurun. Pasar seringkali bereaksi lebih besar terhadap pengumuman penurunan dividen dari pada

pengumuman kenaikan dividen. (Impson dan Benartzi dalam Purnamasari, 2005)

3. *Dividend omissions :*

Seperti halnya pada kebijakan penurunan dividen, kebijakan tidak dibagikannya dividen memberikan sinyal adanya penurunan kinerja perusahaan saat ini dan proyeksi keadaan perusahaan dimasa yang akan datang. Kebijakan perusahaan yang sebelumnya membayar dividen kemudian membuat kebijakan tidak akan membagikan dividen pada saat ini merupakan pesan yang sangat jelas dan penting bagi pasar. Pasar bereaksi negative terhadap perusahaan yang mengambil kebijakan tidak membagikan dividen (Bukit dan Jogiyanto, 2000).

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

B. Tanggal Penting dalam Kebijakan Dividen

Ada beberapa tanggal penting yang harus diperhatikan menyangkut prosedur pembayaran dividen (Horne & Wachowicz, 1998 : 515), yaitu :

- a. Tanggal Pengumuman (*Declaration Date*): tanggal ini merupakan tanggal perusahaan mengumumkan hasil RUPS

yang salah satunya berupa kebijakan dividen. Tanggal ini juga bisa dipahami sebagai tanggal perusahaan mengumumkan hasil RUPS dimedia masa, perusahaan wajib mengumumkan hasil RUPSNya paling lambat 2 hari setelah pelaksanaan RUPS. Pada tanggal inilah, perusahaan mencatatkan kewajiban dalam pembukuannya. Hal ini berarti perusahaan mencatatkan hutang pada para pemilik saham.

- b. Tanggal Registrasi (*Record Date*): pada tanggal ini para pemilik saham mendaftarkan dirinya pada saat atau sebelum hari ini. Para pemilik saham yang tidak terdaftar tidak akan menerima dividen. Di beberapa negara registrasi kepemilikan saham sudah otomatis terjadi sebelum hari pembagian dividen.
- c. Tanggal Pemisahan Dividen (*Ex-Dividend*): pada tanggal ini daftar para pemilik saham ditetapkan. Biasanya beberapa hari sebelum tanggal registrasi, semua transaksi saham perusahaan diperhitungkan. Pembelian saham sebelum tanggal ini akan menerima dividen. Semua saham akan diakumulasikan sampai pada hari ini. Pembelian saham

setelah tanggal ini tidak akan menerima dividen, biasa disebut cum-dividen.

- d. Tanggal Pembayaran (*Dividen Payment*): Ini merupakan tanggal saat cek dividen akan dikirim ke para pemegang saham perusahaan.



BAB IV

TEORI – TEORI KEBIJAKAN DIVIDEN

Manajemen perusahaan memiliki 2 alternatif keputusan pada penghasilan bersih sesudah pajak perusahaan (*Earning After Tax*) yaitu dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*).

Perusahaan pada umumnya, sebagian penghasilan bersih sesudah pajak perusahaan dibagi dalam bentuk dividen kepada para pemilik perusahaan dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya penghasilan bersih sesudah pajak perusahaan yang dibagikan sebagai dividen.

Persentase dividen yang dibagi dari penghasilan bersih sesudah pajak perusahaan (EAT) disebut “*Dividend Payout Ratio*” (DPR).

$$DPR = \frac{\text{Dividen yang dibagi}}{\text{Earning After Tax}} \dots\dots 2.1$$

Secara terstruktur perkembangan teori – teori dividen adalah sebagai berikut:

A. Teori Dividen Tidak Relevan

Menurut Modigliani dan Miller (1961 : 411-433), nilai perusahaan yang diproksi dengan harga saham perusahaan tersebut di pasar tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya dividen. Untuk setiap peningkatan nominal dividen akan diiringi dengan kenaikan pendanaan eksternal untuk keperluan investasi. Untuk setiap pengurangan pendapatan setelah pajak yang disisihkan untuk membayarkan dividen, maka laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan dimasa depan akan berkurang. Untuk itu alternatifnya, manajemen akan menerbitkan sejumlah saham baru, maka hal ini akan mengakibatkan penurunan nilai saham. Sehingga setiap kenaikan harga saham akibat kenaikan dividen yield akan berbanding lurus dengan penurunan harga saham karena penerbitan saham baru. Oleh karena itu Modigliani – Miller menyebutnya *irrelevant dividend theory*.

Sebenarnya teori dividen tidak relevan yang dikemukakan oleh Modigliani – Miller ini dibangun oleh asumsi yang lemah yaitu pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional, Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru, Tidak ada pajak, Kebijakan investasi

perusahaan tidak berubah. Sedangkan kondisi ini sebenarnya sulit terpenuhi karena pasar modal yang sempurna itu sulit ditemui, biaya emisi saham baru pasti ada, pajak pasti ada, dan kebijakan investasi yang diambil perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

Gordon – Litner sejak semula merupakan penentang pendapat Modigliani - Miller tentang dividen yang menyatakan dividen tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber pendanaan bisa bersumber dari pendanaan eksternal maupun internal. Sumber internal dapat berasal dari laba ditahan sedangkan sumber eksternal bisa dengan cara menerbitkan saham biasa baru. Hubungan antara biaya yang timbul dari modal sendiri (K_s) dan biaya yang timbul dari penerbitan saham biasa baru (K_e) dengan dividen digambarkan dalam model matematis berikut ini:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g \dots\dots 2.2$$

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g \dots\dots 2.3$$

B. Teori *The Bird In The Hands*

Sebenarnya teori dividen tidak dimulai oleh Modigliani – Miler tetapi M.J Gordon (1959: 99-105) yang mengemukakan pendapatnya dalam makalah setahun sebelumnya. Pendapat Gordon kemudian didukung oleh J. Lintner (1962: 243-269), teori *the bird in hands* menjelaskan bahwa investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gain*. Argumen yang digunakan adalah persoalan resiko yang ditanggung oleh investor jika mengharapkan *capital gain*. Keuntungan yang diharapkan dimasa depan yang mengandung ketidakpastian mengandung resiko yang harus diterima oleh investor. Sedangkan *dividen yield* lebih bersifat pasti karena diterima sekarang. Jadi dari pada mengharapkan keuntungan dimasa depan yang belum pasti, investor akan cenderung memilih keuntungan saat ini yang lebih pasti walaupun jika nominalnya lebih kecil. Jika dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri yang bersumber dari laba ditahan hakikatnya adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor ketika memiliki saham. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan ketika memiliki saham bisa dihitung dengan cara

menjumlahkan keuntungan yang akan didapat dari dividen dan keuntungan yang didapat dari capital gains.

Modigliani dan Miller dalam makalahnya mengungkapkan bahwa argumen Gordon dan Lintner ini sebagai sebuah kesalahan, *The Bird in the hand Fallacy*. Modigliani dan Miller menjelaskan bahwa, walaupun investor menerima dividen pada akhirnya investor tetap akan kembali menginvestasikan dividen yang diterimanya pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

C. Teori Perbedaan Pajak

Teori perbedaan pajak dikemukakan pertama kali oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979;1980;1982). Kedua ahli ini mempermasalkan asumsi Modigliani – Miller yang menyatakan tidak adanya pajak. Diantaranya Litzenberger dan Ramaswamy mengatakan bahwa ada pajak, dimana penghasilan investor dari dividen dan dari capital gains yang merupakan selisih kenaikan harga saham akan dikenai pajak. Oleh karena itu jika tingkat pajak yang dikenakan pada dividen dan capital gain sama, maka

investor tentu akan lebih memilih menerima capital gain dari pada dividen. Karena pada capital gain, investor melakukan penundaan pembayaran pajak, karena pajak baru dibayar jika investor menjual kepemilikan sahamnya. Sedangkan dividen, pajaknya langsung dikenai pada saat dividen diterima. Efeknya adalah investor tentu menginginkan dividen yang rendah sehingga laba diinvestasikan lagi kedalam perusahaan sehingga meningkatkan modal perusahaan dan selanjutnya meningkatkan nilai perusahaan. Jika pajak atas dividend lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa. Dengan pemahaman yang telah dipaparkan maka, jika manajemen cenderung menggunakan teori perbedaan pajak, mereka harus menahan seluruh seluruh laba setelah pajak sehingga nilai dividen perlembar saham menjadi nol persen.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY

SUNAN KALIJAGA

Penjelasan ketiga teori ini mewakili paham – paham tentang bagaimana kebijakan dividen secara silang bertentangan secara ekstrim. Bukti empiris dan penelitian – penelitian dibidang kebijakan dividen ini belum juga mampu menjelaskan dengan tepat, bagaimana sebenarnya kebijakan dividen dan bagi mana investor bereaksi terhadap kebijakan yang diambil investor itu.

Sebagai contoh bisa kita lihat penelitian Amromin, et., al. (2005) yang menemukan bahwa kebijakan penurunan pajak Dividen di Amerika Serikat sebagai kebijakan Presiden Bush pada tahun 2003 ternyata tidak berhasil meningkatkan jumlah dividen bahkan menurun dari tahun sebelumnya. Pada kebijakan pajak di Norwegia, terjadi sebaliknya dari kebijakan pajak dividen di Amerika Serikat. Di Norwegia diterapkan kebijakan kenaikan pajak perorangan atas dividen dari sebelumnya nol sampai angka positif tertentu. Ditemukan reaksi meningkatnya jumlah kepemilikan saham institusional (Berzin, 2013).

Pertanyaannya kemudian, apakah kebijakan *dividend smoothing* ini memang tidak universal? Chemmanur, Thomas J, at., al (2010: 413-430) membandingkan kebijakan dividen di Hong Kong dan US dan menemukan bahwa, (1) Model lintner lebih kecil signifikansi keberlakuannya di Hong Kong dari pada di US; (2) Dampak signaling dari perubahan dividen di US lebih besar dari pada di Hong Kong; (3) Karakteristik perubahan dividen terhadap reaksi pasar dikedua negara saling berlawanan dan terakhir walaupun dikedua negara persoalan earning menjadi pokok utama pertimbangan dividen persoalan regim pajak adalah hal paling

pokok yang menyebabkan perbedaan diantara kedua negara tersebut.

D. Teori *Signaling hypothesis*

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya pernurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada capital gains. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu “sinyal” kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diwaktu mendatang.

Seperi teori dividen yang lain , teori *Signaling Hypotesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa

informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek “ sinyal “ atau disebabkan karena efek “ sinyal “ dan preferensi terhadap dividen.

E. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya

kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari “*Clientele*” ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dividen kecil, atau demikian pula sebaliknya. Efek “*Clientele*” ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka





BAB V

KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PRAKTIK

A. Alternatif Kebijakan

Pada praktiknya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Kebijakan ini kemungkinan besar disebabkan oleh asumsi bahwa :

1. Investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen.
2. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang tidak berfluktuasi (dividen yang stabil). Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga *Dividend Payout Ratio* tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga tergantung pada penghasilan bersih perusahaan (EAT). Jika DPR dijaga kestabilannya, misalnya ditetapkan sebesar 50 % dari waktu ke waktu, tetapi EAT

berfluktuasi, maka pembayaran dividen juga akan berfluktuasi

Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya diveden masa mendatang. Artinya jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada prakteknya ada perusahaan yang menggunakan model “*residual dividend*“ dimana dividen ditentukan dengan cara :

1. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan;
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi;
3. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin;
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba.

Dengan demikian, besarnya dividen bersifat fluktuatif.

Model *Residual Dividend* ini berkembang karena perusahaan

lebih senang menggunakan laba ditahan dari pada menerbitkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri, alasannya :

1. Menerbitkan saham menimbulkan biaya emisi saham (*flotation cost*).
2. Menurut teori *signaling hypothesis* penerbitan saham baru sering salah artikan oleh investor bahwa perusahaan kesulitan keuangan sehingga menyebabkan penurunan harga saham.

Model *Residual dividend* menyebabkan dividen bervariasi jika kesempatan investasi perusahaan juga bervariasi (fluktuasi). Jika kita percaya pada teori *signaling hypothesis*, maka model ini sebaiknya tidak digunakan secara kaku untuk menetapkan besarnya dividen secara *year to year basis*. Model ini lebih banyak digunakan sebagai penuntun untuk menetapkan sasaran payout ratio jangka panjang yang memungkinkan perusahaan memenuhi kebutuhan akan modal sendiri dengan laba ditahan.

Teori dividen residual menyatakan bahwa ketika perusahaan akan memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, ada dua hal yang harus tetap diingat, yaitu: (1) tujuan utamanya adalah untuk memaksimumkan nilai pemegang saham, dan (2) arus kas yang dihasilkan perusahaan merupakan milik pemegang saham (Brigham dan Houston, 2001). Manajemen harus menahan diri dengan upaya menahan laba kecuali jika laba itu dapat diinvestasikan kembali guna menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi yang juga ikut dirasakan oleh pemegang saham daripada yang diperoleh pemegang saham jika mereka menginvestasikan uang itu dalam investasi yang berisiko sama. Dengan demikian, ekuitas internal, laba ditahan, lebih rendah biaya modalnya daripada ekuitas eksternal, saham biasa baru. Kondisi ini mendorong perusahaan untuk menahan laba karena menambah dasar ekuitas internal dan dengan demikian mengurangi kemungkinan bahwa perusahaan harus menambah ekuitas eksternal di masa mendatang untuk mendanai investasinya. (Mai, 2010 : 75).

Adanya biaya penerbitan saham baru menonjolkan perbedaan antara modal internal dan eksternal. Tanpa biaya penerbitan,

perusahaan tidak akan bersusah payah menentukan berapa besarnya dividen dan berapa besarnya laba ditahan, demikian pula berapa besarnya pendanaan eksternal. Dengan adanya biaya penerbitan itu, perusahaan jelas akan mengutamakan pendanaan internal. Konsekuensinya, perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi, dengan kata lain, hanya jika ada “pendapatan tersisa” atau pendapatan residual, maka dividen akan dibayarkan. Inilah inti dari teori dividen residual atau residual dividend theory (Martin et al., 1994).

B. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan

Pada praktiknya, ada beberapa faktor lain yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain:

- a. Perjanjian Hutang, pada umumnya perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misalnya, dividen hanya dapat diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi

perusahaan dan atau rasio – rasio keuangan menunjukkan perusahaan dalam kondisi sehat.

- b. Pembatasan dari saham Preferen, tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.
- c. Tersedianya Kas, Dividen berupa uang tunai (*cash dividend*) hanya dapat dibayar jika tersedianya uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.
- d. Pengendalian, Jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, ia cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana / baru. Akibatkanya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relatif kecil.
- e. Kebutuhan dana untuk Investasi, Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek – proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan sham

baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*flotation cost*). Oleh karena itu semakin besar kebutuhan dana investasi, semakin kecil dividen payout ratio.

- f. Fluktuasi Laba, Jika laba perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa takut harus menurunkan dividen jika laba tiba – tiba merosot. Sebaliknya jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen sebaiknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan hutang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

Dengan demikian, konsekuensi dari apa yang telah diuraikan di atas adalah bahwa, rasio pembayaran dividen yang optimal merupakan fungsi dari empat faktor, yaitu: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungan modal, (2) peluang investasi perusahaan, (3) struktur modal yang ditargetkan, dan (4) ketersediaan dan biaya dari modal eksternal. Ketiga elemen

terakhir digabungkan ke dalam model dividen residual (residual dividend model). Menurut teori ini, kebijakan dividen memiliki pengaruh yang pasif, jadi tidak bisa mempengaruhi secara langsung harga saham umum di bursa (Brigham dan Houston, 2001).



BAB VI

STOCK REPURCHASE, STOCK DIVIDEND DAN STOCK SPLIT

A. Stock Repurchase

Sebagai alternatif terhadap pemberian dividen berupa uang tunai (*cash dividen*), perusahaan dapat mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham dengan cara membeli kembali saham perusahaan (*repurchasing stock*). Harga stock repurchase pada ekilibrium dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$P^* = \frac{(S \times P_c)}{(S - n)} \dots\dots 2.4$$

dimana:

- P* : harga stock *repurchase equilibrium*
S : jumlah saham beredar sebelum *stock repurchase*
Pc : harga saham saat ini sebelum *stock repurchase*
N : jumlah lembar saham yang akan dibeli kembali oleh perusahaan.

Keuntungan *stock repurchase* bagi pemegang saham :

1. *Stock repurchase* sering di pandang sebagai tanda positif bagi investor karena pada umumnya stock repurchase dilakukan jika perusahaan merasa bahwa saham *undervalued*.
2. *Stock repurchase* mengurangi jumlah saham yang beredar dipasar. Setelah *stock repurchase* ada kemungkinan harga saham naik.

Kerugian bagi pemegang saham :

1. Perusahaan membeli kembali saham dengan harga yang terlalu tinggi sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.
2. Keuntungan *stock repurchase* dalam bentuk *capital gains*, padahal sebagian investor menyukai dividen.

Keuntungan bagi perusahaan :

1. Menghindari kenaikan dividen. Jika dividen naik terlalu tinggi dikhawatirkan di masa mendatang perusahaan terpaksa membagi dividen yang lebih kecil (pada masa sulit atau banyak kebutuhan dana investasi) yang

dapat memberi petanda negatif. *Stock repurchase* merupakan alternatif yang baik untuk mendistribusikan penghasilan yang diatas normal (*extraordinary earnings*) kepada pemegang saham.

2. Dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacau usaha pengambilalihan perusahaan (yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham sebanyak – banyaknya hingga mencapai jumlah saham mayoritas) *Stock repurchase* dapat menggagalkan usaha ini.
3. Mengubah struktur modal perusahaan. Misalnya, perusahaan ingin meningkatkan rasio hutang dengan cara menggunakan hutang baru untuk membeli kembali saham yang beredar.
4. Saham yang ditarik kembali dapat dijual kembali ke pasar jika perusahaan membutuhkan tambahan dana.

Kerugian bagi perusahaan adalah :

1. Dapat merusak image perusahaan karena sebagian investor merasa bahwa *stock repurchase* merupakan indikator bahwa manajemen perusahaan tidak mempunyai proyek – proyek baru yang baik. Namun

demikian, jika perusahaan benar – benar tidak memiliki kesempatan investasi yang baik, ia memang sebaiknya mendistribusikan dana kembali kepada pemegang saham. Tidak banyak bukti empiris yang mendukung alasan ini.

2. Setelah *stock repurchase*, pasar mungkin merasa bahwa risiko perusahaan meningkat sehingga dapat menurunkan harga saham.

Jika harus memilih antara *stock repurchase* dan pembayaran dividen tunai, pada pasar yang sempurna (dimana tidak ada pajak , biaya komisi untuk jual – beli saham dan efek sinyal dari pemberian dividen), investor akan indifferent terhadap ke 2 pilihan. Pada pasar yang tidak sempurna, investor mungkin akan memiliki preferensi terhadap salah satu dari ke 2 alternatif tersebut.

Ada 3 metode yang dapat digunakan untuk membeli kembali saham :

1. Saham dapat dibeli pada pasar terbuka (*open market*)

2. Perusahaan membuat penawaran formal untuk membeli saham perusahaan dalam jumlah tertentu dan harga tertentu (pendekatan *tender offer*)
3. Perusahaan membeli sejumlah sahamnya kembali dari satu atau beberapa pemegang saham besar (pendekatan *negotiated basis*)

B. *Stock Dividend* dan *Stock Split*

Stock split adalah tindakan perusahaan memecah saham yang beredar menjadi bagian yang lebih kecil. *Stock dividend* adalah tindakan perusahaan memberikan saham baru sebagai pembayaran dividen. Bagi pemegang saham *stock split* tidak membuat mereka bertambah kekayaannya karena kenaikan jumlah saham diimbangi dengan penurunan nilai saham. *Stock dividend* juga tidak menambah kekayaan pemegang saham.

Jika tidak ada keuntungan secara ekonomis mengapa perusahaan melakukan *stock split* dan *Stock dividend* :

1. *Stock split* dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada *optimal price range*. Harga saham

yang tinggi akan menyulitkan investor untuk membeli saham tersebut sehingga dapat menurunkan permintaan.

2. Stock dividend digunakan perusahaan yang ingin menghemat kas atau perusahaan dalam kesulitan keuangan. Masalah yang muncul jika perusahaan tidak membagi dividen tunai investor bisa salah persepsi terhadap emiten. Akibatnya harga saham bisa turun, sehingga untuk menghindari efek negatif ini perusahaan dapat membagi *stock dividen* sebagai pengganti dividen kas.

Meskipun *stock split* dan *stock dividen* tidak berbeda secara pertimbangan ekonomis tapi perlakuan akuntansinya berbeda. Untuk *stock dividen* perusahaan harus melakukan kapitalisasi nilai pasar dari *stock dividen* dengan cara mentransfer sejumlah rupiah dari *stock dividen* ke rekening modal.

BAB VII

DAMPAK PENGUMUMAN DIVIDEN TERHADAP HARGA SAHAM

A. Dampak Bagi Manajemen

Penggunaan dividen sebagai signaling, cenderung berupa bagaimana informasi dapat diteruskan ke pasar daripada berupa teori tentang kebijakan dividen optimal. Pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per-saham mungkin diartikan oleh penanam modal sebagai berita yang baik, karena dividen per-saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi (Subramaniam, et al, 2011).

Manajer, sebagai orang dalam yang mempunyai jalur informasi monopolistik tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan signaling yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross (1977: 23-40) membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan (atau dalam penggunaan hutang)

dapat menimbulkan *signaling* yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Untuk membuat suatu *signaling* menjadi bermanfaat (Farooq : 2012), ada 4 keadaan yang harus dipenuhi:

1. Manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan *signaling* yang jujur, meskipun beritanya buruk.
2. *Signaling* dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah ditiru oleh pesaingnya yang kurang sukses.
3. *Signaling* 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 pada masa mendatang).
4. Tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif daripada mengirimkan *signaling* yang sama.

Pendekatan dorongan *signaling* (*incentive signalling approach*) ini menunjukkan bahwa manajemen dapat memilih pengeluaran pembiayaan yang sesungguhnya seperti dividen (atau pembayaran hutang) sebagai alat untuk mengirimkan *signaling* yang nyata pada masyarakat mengenai hasil kerja perusahaan pada

masa mendatang. *Signaling* ini tidak dapat ditiru oleh perusahaan yang kurang berhasil karena perusahaan seperti ini tidak mempunyai arus kas yang cukup untuk mendukung kegiatan keinginan mereka dan karena manajer mempunyai dorongan yang tepat untuk mengatakan kebenaran.

Bhattacharya (1979: 259-270) mengembangkan suatu model pengirim signaling dividen yang mirip dengan model milik Ross (1977: 23-40), yaitu model yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberi signaling walaupun menanggung kerugian akibat pajak pada saat melaksanakannya. Apabila penanam modal percaya bahwa perusahaan yang membayar dividen per-saham yang lebih besar mempunyai nilai yang lebih tinggi, maka kenaikan dividen yang tidak diduga akan dianggap sebagai signaling yang menggembirakan. Rupanya dividen memberikan informasi tentang nilai dari perusahaan yang tidak dapat disampaikan sepenuhnya oleh media lain seperti laporan tahunan, prakiraan laba atau pengujian oleh analis jaminan. Bagi perusahaan yang kurang sukses, meniru signaling ini akan mahal, karena perusahaan harus menanggung biaya ekstra sehubungan

dengan pengumpulan dana dari luar untuk membayar dividen kas.

Dengan demikian, memberi signaling melalui nilai dividen memberi hasil yang positif dan dapat merupakan pengganti kerugian pajak sebagai akibat dari pendapatan dividen (dibandingkan dengan keuntungan modal).

Jika perubahan dividen mempunyai dampak pada nilai saham, maka penting bagi perubahan itu untuk memberikan informasi mengenai arus kas masa depan. Namun itu saja tidak cukup. Informasi yang sama dapat diberikan pada penanam modal melalui sumber-sumber lain (Horne & Wachowicz, 1998: 501-503).

Tetapi menurut Hatta dalam Wijaya dan Wibawa (2010: 1), terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat pertama menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang disebut dengan teori irrelevansi dividen. Pendapat kedua menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, yang disebut dengan *Bird in The Hand Theory*. Pendapat ketiga menyatakan bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah.

B. Bagi Nilai Saham

Pendapat hatta tersebut dikemukakan juga oleh Keown dalam Juma'ah dan Olivares (2008 : 23) bahwa terdapat tiga perbedaan mendasar dari pendapat-pendapat tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai saham. Pendapat tersebut adalah:

1. Kebijakan dividen tidak relevan

Pendapat ini didasari oleh dua pemikiran. Pertama, diasumsikan bahwa keputusan investasi dan penggunaan utang telah dibuat dan keduanya tidak mempengaruhi jumlah dividen yang akan dibayarkan.

Kedua, ada pasar sempurna, jadi :

- a. Investor dapat menjual dan membeli saham tanpa kerugian biaya transaksi, seperti komisi untuk

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

broker. Dalam pasar yang sempurna, informasi tersebar luas dengan demikian investor bisa membuat pertimbangan dan keputusan oleh mereka sendiri.

- b. Masing-masing perusahaan bisa mengeluarkan saham tanpa berbagai macam biaya.

- c. Tidak ada pajak pendapatan pribadi maupun pajak perusahaan.
- d. Informasi yang lengkap selalu tersedia, dengan demikian investor tidak melihat pengumuman khusus tentang pembayaran dividen sebagai indikator penting dari kondisi perusahaan.
- e. Tidak ada konflik antara manajemen dengan para pemegang saham

Berdasarkan pada asumsi-asumsi tersebut, kebijakan dividen tidak memiliki korelasi dengan harga saham. Para investor hanya melihat total pengembalian, yang ditetapkan oleh keputusan investasi perusahaan. Mereka tidak peduli apakah hasil tersebut datang dari dividen atau capital gain.

2. Dividen yang lebih tinggi akan meningkatkan harga

saham

Pendapat kedua mengatakan bahwa meningkatkan pembayaran dividen akan meningkatkan nilai perusahaan. Modigliani & Miller mengatakan bahwa dalam pasar yang sempurna para investor bisa menjual

saham mereka dan menginvestasikan kembali dividen mereka. Dalam jangka panjang, hasil dari penjualan saham dan reinvestasi tidaklah berbeda dengan hasil yang diperoleh dari dividen jika dibayarkan secara teratur. Realitanya, dalam kenyataan, pasar tidaklah sempurna.

Ada banyak faktor yang tidak diketahui. Kondisi tersebut membuat para investor tidak tertarik untuk menjual saham mereka. Para investor lebih menyukai dividen dibandingkan menjual saham. Besar dividen yang dibayarkan merupakan informasi tentang potensi perusahaan. Berdasarkan pada dividen hari ini, para investor dan para pemegang saham bisa memperkirakan

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Trenmuantasi perusahaan di masa yang akan datang. Dengan harapan hasilnya lebih tinggi, para investor akan menghargai saham mereka lebih tinggi juga.

3. Dividen yang lebih rendah akan meningkatkan harga saham

Opini ketiga tentang pengaruh dari kebijakan dividen terhadap harga saham mengatakan bahwa

dividen sebenarnya menyebabkan kerugian bagi para investor. Opini ini berdasarkan kepada perbedaan pajak penghasilan dengan pajak perolehan modal (capital gain). Pajak dividen lebih tinggi daripada pajak perolehan modal, dengan demikian para investor lebih menyukai gain daripada capital gain dengan harapan hasil bersih mereka akan besar.

Pengaruh dividen terhadap harga saham terjadi karena dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai keuntungan perusahaan. Bukti pemberian isyarat keuangan sejalan dengan pengaruh pengumuman dividen : peningkatan dividen mengakibatkan kelebihan positif pengembalian saham, sedangkan penurunan dividen mengakibatkan kelebihan negatif (Patricia, et al (2000: 35-44).

Jika perusahaan memiliki sasaran rasio pembayaran dividen yang stabil selama ini dan perusahaan dapat meningkatkan rasio tersebut, para investor akan percaya bahwa manajemen mengumumkan perubahan positif pada keuntungan yang diharapkan perusahaan. Isyarat yang diberikan kepada investor

adalah bahwa manajemen dan dewan direksi sepenuhnya merasa yakin bahwa kondisi keuangan perusahaan lebih baik daripada yang direfleksikan pada harga saham (Santhi dan Lee, 2011: 945).

Peningkatan dividen akan dapat memberikan pengaruh positif pada harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa laba akuntansi yang dilaporkan perusahaan bukan merupakan refleksi yang tepat terhadap laba ekonomis perusahaan. Sampai pada batasan di mana dividen dapat memberikan informasi mengenai laba ekonomi yang tidak dapat diberikan oleh laba yang dilaporkan, harga saham akan terpengaruh (Horne, 1998: 501-503).

Menurut Arthur J Keown seperti yang dikutip berdasarkan jurnal menurut Bhattacharya (1979: 259-270), apabila penanam modal percaya bahwa perusahaan yang membayar dividen per-saham yang lebih besar mempunyai nilai yang lebih tinggi, maka kenaikan dividen yang tidak diduga akan dianggap sebagai isyarat yang menggembirakan.

BAB VIII

PRAKTIK KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

A. Posedur Standar Pembayaran Dividen Tunai di Indonesia

Keputusan untuk membagi atau tidaknya dividen di Indonesia pada dasarnya berada ditangan Rapat Umum Pemegang Saham atau RUPS (Husnan, 2010 : 382). Hal ini berdasarkan Undang – Undang No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, pasal 71 ayat 1 dan 2. (1) Penggunaan laba bersih termasuk penentuan jumlah penyisihan untuk cadangan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 70 ayat (1) diputuskan oleh RUPS. (2) Seluruh laba bersih setelah dikurangi penyisihan untuk cadangan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 70 ayat (1) dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, kecuali ditentukan lain dalam RUPS.

Pada saat RUPS memutuskan untuk membagikan dividen, maka tanggal keputusan tersebut merupakan *declaration date*. Keputusan RUPS tersebut juga disebutkan para pemegang saham yang namanya tercantum dalam Daftar Pemegang Saham (DPS)

pada tanggal tertentu dinyatakan berhak untuk menerima dividen.

Tanggal ini disebut sebagai *date of record*. Lima hari kerja sebelum date of record ditentukan tanggal *ex dividend*. Pada tanggal ini dan sesudahnya pembeli saham (kepemilikan baru) tidak berhak untuk memperoleh dividen yang akan dibagikan. Pada hari itu dan sesudahnya dikatakan saham diperdagangkan *ex-div*, sedangkan sebelumnya disebut *cum-div*.

Pada saat RUPS tersebut juga harus disebutkan kapan dividen akan dibayarkan, dan bagaimana cara pembayarannya. Tanggal pembayaran tersebut sebagai *payment date*. Hal ini sejalan dengan pendapat Horne & Wachowicz tentang beberapa tanggal penting yang harus diperhatikan menyangkut prosedur pembayaran dividen (Horne & Wachowicz, 1998 : 515)

STATE ISLAMIC UNIVERSITY SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA

B. Kebijakan Pajak Atas Dividen Di Indonesia

Di Indonesia saat ini pajak atas dividen lebih besar dibandingkan dengan pajak atas capital gain dari penjualan saham di bursa (Tirthayatra, 2008: 1-8). Di Indonesia, dividen yang diterima oleh wajib pajak dalam negeri orang pribadi dikenakan pajak sebesar 15%, dan dividen yang diterima wajib pajak luar

negeri dikenakan pajak sebesar 20% atau lebih rendah apabila dividen diterima oleh pemegang saham yang merupakan penduduk dari suatu negara yang telah menandatangani Perjanjian Penghindaran Pajak Berganda dengan Indonesia. Sedangkan untuk capital gain dari penjualan saham di bursa tidak dikenakan pajak. Pajak yang dikenakan adalah pajak penjualan yang besarnya adalah 0,1% dari nilai penjualan. Berdasarkan teori *Tax differential* yang telah dipaparkan sebelumnya oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979;1980;1982: 429-443) praktik kebijakan pajak di Indonesia ini akan memberikan pertimbangan tertentu bagi para investor dalam memperhitungkan keputusan yang akan diambilnya atas dasar keuntungan mana yang lebih besar, yang akan investor dapatkan.

Pajak sebagai faktor dalam kebijakan dividen juga sejalan dengan hasil penelitian Ninik Zulaikah (2010: 1) yang menyimpulkan bahwa Interaksi variabel kepemilikan manajerial dengan variabel penurunan tarif pajak penghasilan dividen wajib pajak orang pribadi dalam negeri berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Dampak penting dari naik dan turunnya pajak atas dividen juga bisa kita lihat pada

reformasi pajak pada tahun 2003 di Amerika Serikat (Dhammadika Dharmapala, 2008: 1-38) yang dikenal sebagai JGTRRA (*the Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act*). Aturan yang diloloskan oleh kongres Amerika Serikat ini, mereformasi pajak maksimal dari maksimum 38.6% menjadi maksimum 15%. Penurunan ini memicu kenaikan dividen initiation baik pada perusahaan dalam negeri Amerika maupun perusahaan luar negeri.

C. Aspek Hukum Lain Kebijakan Dividen Di Indonesia

Tirthayatra (2008: 1-8) mengatakan bahwa di Indonesia, peraturan perundang-undangan yang perlu diperhatikan dalam pembagian dividen adalah Undang-Undang No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, dan bagi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia juga wajib memperhatikan Peraturan Bursa Efek Indonesia No. II-A tentang Perdagangan Efek. Pada intinya peraturan-peraturan tersebut dimaksudkan sebagai bagian dari perlindungan modal perusahaan, keterbukaan informasi bagi pemegang saham dan kesempatan bagi pemodal untuk memperdagangkan saham-saham yang mengandung dividen (setelah RUPS memutuskan untuk membagi dividen sampai

dengan tanggal daftar pemegang saham yang berhak menerima dividen).

Berikut ini adalah beberapa hal terkait dengan aspek hukum yang perlu diperhatikan oleh manajemen dalam melakukan pembagian dividen.

a. Kondisi Yang Harus Dipenuhi Untuk Membagi Dividen

Sehubungan dengan kondisi yang harus dipenuhi dalam membagi dividen, terdapat persyaratan yang berbeda bagi dividen yang dibagikan setelah tahun buku berakhir dengan dividen yang dibagikan sebelum tahun buku Perseroan berakhir (untuk selanjutnya dividen yang dibagikan sebelum tahun buku berakhir disebut dengan dividen interim).

1. Dividen Setelah Tahun Buku Berakhir (Dividen Final)

Dalam melakukan pembagian dividen setelah tahun buku berakhir, Perseroan harus memenuhi 2 (dua) persyaratan. Pertama, Perseroan wajib memiliki saldo laba yang positif. Kedua, Perseroan wajib memiliki cadangan yang mencapai paling sedikit 20% dari jumlah modal yang ditempatkan dan disetor.

Kewajiban untuk memiliki saldo laba positif ini diatur dalam ayat 3 pasal 7 Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas.

Kewajiban ini dipertegas dalam penjelasan ayat tersebut yang menyatakan bahwa “dalam hal laba bersih Perseroan dalam tahun buku berjalan belum seluruhnya menutup akumulasi kerugian Perseroan dari tahun buku sebelumnya, Perseroan tidak dapat membagikan dividen karena Perseroan masih mempunyai saldo laba bersih negatif”. Adapun kewajiban untuk memiliki cadangan paling sedikit 20% dari jumlah modal yang disetor dan ditempatkan diatur dalam ayat 3 pasal 70 Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas.

Kedua persyaratan tersebut terkait dengan logika bisnis yang normal, dimana perusahaan hanya dapat membagi laba apabila memang memiliki saldo laba, dan dalam rangka menutup kerugian yang mungkin dialami dimasa yang akan datang maka perusahaan harus menyisihkan sebagian keuntungannya sebagai cadangan. Praktik kedua persyaratan ini di Indonesia sesuai dengan pendapat Husnan (2006: 302-303, lihat juga Widyantoro 1995: 35, 36, 364 dan hasil penelitian Wahyudi, 2006: 1-12)

2. Dividen Interim

Dalam melakukan pembagian dividen interim, maka disamping wajib memenuhi 2 (dua) persyaratan yang berlaku dalam pembagian dividen setelah tahun buku berakhir, Perseroan juga wajib memenuhi 3 (tiga) persyaratan berikut. Pertama, pembagian dividen interim diatur dalam anggaran dasar Perseroan. Kedua, pembagian dividen interim tidak menyebabkan kekayaan bersih Perseroan menjadi lebih kecil daripada jumlah modal ditempatkan dan disetor ditambah cadangan wajib. Ketiga, pembagian dividen interim tidak mengganggu atau menyebabkan Perseroan tidak dapat memenuhi kewajibannya pada kreditor atau mengganggu kegiatan Perseroan.

Terkait dengan kondisi yang wajib dipenuhi dalam melakukan pembagian dividen, walaupun perusahaan bersaldo laba negatif tidak dapat membagi dividen bukan berarti manajemen harus menunggu sampai laba bersih perusahaan cukup banyak untuk menutup saldo laba negatif tersebut. Perusahaan dapat menutup saldo laba negatif tersebut dengan melakukan Kuasi Reorganisasi. Melalui Kuasi Reorganisasi ini seluruh aktiva dan kewajiban perusahaan dinilai kembali dan selisih penilaian kembali tersebut digunakan untuk menutup saldo laba negatif.

Kuasi Reorganisasi ini diatur dalam Peraturan Bapepam No. IX.L.1 tentang Kuasi Reorganisasi.

b. Persetujuan Organ Perseroan

Seperti halnya dengan kondisi yang harus dipenuhi oleh Perusahaan untuk melakukan pembagian dividen, ketentuan mengenai organ perseroan yang berhak menyetujui pembagian dividen juga dibedakan antara pembagian dividen setelah tahun buku berakhir dan dividen interim.

Pembagian dividen setelah tahun buku berakhir wajib mendapat persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham terlebih dahulu. Sedangkan pembagian dividen interim, sepanjang memenuhi kondisi yang telah disebutkan pada butir a di atas, cukup ditetapkan berdasarkan keputusan direksi setelah memperoleh persetujuan Dewan Komisaris. Dalam hal setelah tahun buku berakhir ternyata Perseroan menderita kerugian, maka dividen interim yang telah dibagikan harus dikembalikan oleh pemegang saham kepada Perseroan. Apabila pemegang saham tidak dapat mengembalikan dividen interim tersebut, maka Direksi dan Dewan Komisaris bertanggung jawab secara tanggung renteng

atas kerugian Perseroan yang diderita sebagai akibat dari pembayaran dividen interim tersebut.

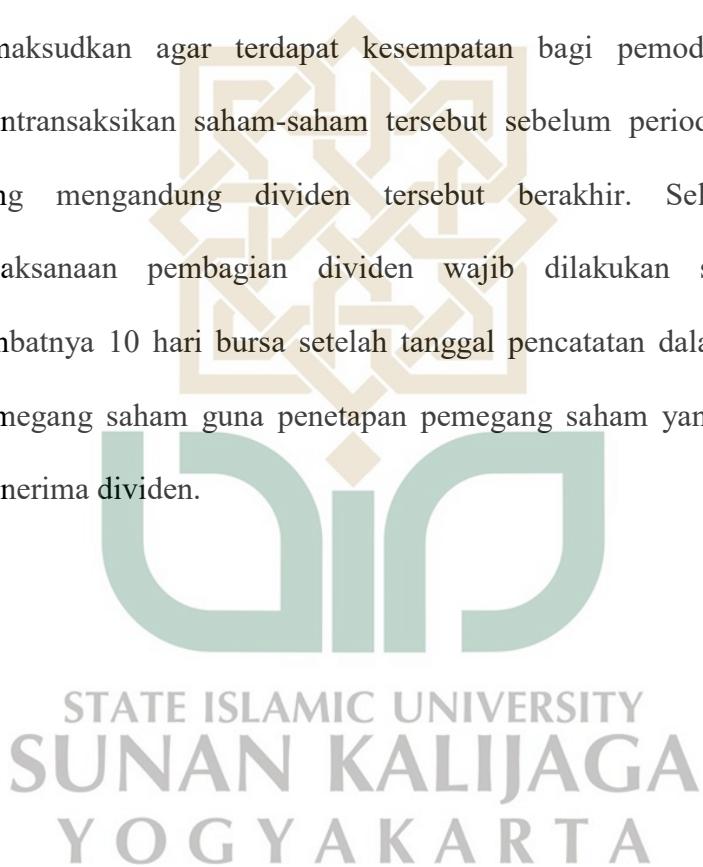
Adapun alasan pembagian dividen interim dapat dilakukan cukup dengan keputusan direksi adalah karena sumber dananya hanya berasal dari laba bersih tahun yang sedang berjalan sehingga jumlahnya lebih terbatas.

c. Jadwal Pembagian Dividen

Untuk perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, setelah rencana pembagian dividen mendapat persetujuan RUPS maka manajemen wajib menyampaikan laporan mengenai hasil RUPS yang memuat keterangan-keterangan mengenai pembagian dividen kepada Bursa dalam jangka waktu selambat-lambatnya 2 (dua) hari bursa setelah RUPS diselenggarakan. Dalam hal Perseroan bermaksud untuk membagikan dividen interim maka wajib menyampaikan hasil rapat direksi yang menyangkut pembagian dividen interim selambat-lambatnya dalam jangka waktu 2 (dua) hari bursa setelah rapat direksi dimaksud.

Selanjutnya bursa akan mengumumkan hasil RUPS atau rapat direksi tersebut selambat-lambatnya pada hari bursa berikutnya

setelah pemberitahuan diterima oleh Bursa. Tanggal pencatatan saham dalam daftar pemegang saham untuk penetapan hak pemegang saham guna menerima dividen wajib dilakukan paling cepat 16 hari bursa sejak pengumuman oleh bursa. Hal ini dimaksudkan agar terdapat kesempatan bagi pemodal untuk mentransaksikan saham-saham tersebut sebelum periode saham yang mengandung dividen tersebut berakhir. Selanjutnya, pelaksanaan pembagian dividen wajib dilakukan selambat-lambatnya 10 hari bursa setelah tanggal pencatatan dalam daftar pemegang saham guna penetapan pemegang saham yang berhak menerima dividen.



BAB IX

ANALISA REAKSI PASAR PADA KEBIJAKAN DIVIDEN

A. Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi.

Menurut Jogiyanto (1998: 109), return saham dibedakan menjadi dua yaitu return realisasi (*realized return*) dan return ekspektasi (*expected return*). Return realisasi merupakan return yang sudah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan return dan risiko dimasa mendatang. Return ekspektasi merupakan return yang diharapkan di masa mendatang dan masih bersifat tidak pasti. Dalam melakukan investasi investor dihadapkan pada ketidakpastian (*uncertainty*) antara return yang akan diperoleh dengan risiko yang akan dihadapinya. Semakin besar return yang diharapkan akan diperoleh dari investasi, semakin besar pula risikonya, sehingga dikatakan bahwa return ekspektasi memiliki hubungan positif dengan risiko. Risiko yang lebih tinggi biasanya dikorelasikan dengan peluang untuk mendapatkan return yang lebih tinggi pula (*high risk high return*,

low risk low return). Tetapi return yang tinggi tidak selalu harus disertai dengan investasi yang berisiko. Hal ini bisa saja terjadi pada pasar yang tidak rasional.

B. Abnormal Return

Return abnormal menjadi indikator untuk mengukur reaksi pasar terhadap saham. Tandelilin (2010 : 570) mengatakan bahwa return tak normal adalah selisih positif atau negatif dari return aktual dengan return harapan pada sekitar peristiwa yang menimbulkan reaksi pasar. Atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$RTN_i = R_i - E(R_i) \dots 2.5$$

Bila tidak ada peristiwa , return aktual (R_i) cenderung tidak berbeda dengan return harapan ($E(R_i)$). Namun bila terdapat suatu peristiwa yang diduga dapat menyebabkan perubahan aliran kas di masa datang, pasar akan bereaksi terhadap pengumuman tersebut sehingga return aktual cenderung berbeda dari return harapan. Oleh karena itu peristiwa yang ada menyebabkan return tak normal (RTN_i) cenderung berbeda dari nol secara signifikan.

C. Reaksi Pasar

Interpretasi dari sinyal dividen bisa dilihat dari studi peristiwa disekitar pengumuman perubahan dividen (Manos, 2001:56). Studi peristiwa merupakan bagian dalam konsep hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) yang dikemukakan oleh Fama (1978: 272-284). Studi peristiwa merupakan bentuk studi untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi – strong form*), Fama juga mengklasifikasi tipologi efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) dan bentuk kuat (*strong form*).

Studi peristiwa menyelidiki respons pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*). Hipotesis pasar efisien memprediksi bahwa pasar akan memberikan respons pasar positif untuk berita baik, dan respons negative untuk berita buruk. Respons pasar tersebut tercermin dari return tak normal positif (berita baik) dan return tak normal negative (berita buruk).

Peristiwa yang menjadi focus penelitian dapat dikelompokkan ke dalam beberapa jenis, antara lain yang paling

sering dijumpai dalam studi peristiwa adalah: (i) peristiwa konvensional; (ii) peristiwa kluster; (iii) peristiwa yang tak terduga; (iv) peristiwa yang terjadi bersifat relevan dan berurutan. Studi peristiwa pada kasus pengumuman yang berkenaan pada dividen termasuk dalam studi peristiwa konvensional.

Studi peristiwa konvensional mempelajari respons pasar terhadap peristiwa-peristiwa yang seringkali terjadi dan diumumkan secara terbuka oleh emiten di pasar modal. Karakteristik studi peristiwa menurut Tandelilin (2010 : 566):

1. Pemicu peristiwa yang sama dapat terjadi (dilakukan pada perusahaan lainnya namun umumnya tidak dilakukan pada waktu yang sama).
2. Peristiwa bersifat umum dan seringkali merupakan peristiwa rutin yang terjadi dalam suatu perusahaan.
3. Untuk peristiwa rutin, interval waktu peristiwa bervariasi dari rentang waktu terpendek (kwartal) hingga tahunan per-peristiwa.
4. Dampak peristiwa hanya terjadi pada perusahaan yang mengumumkan peristiwa.

5. Tidak terdapat peristiwa lain yang berdekatan (dalam periode peristiwa) untuk menghindari ambiguitas respons pasar terhadap informasi ganda atau *confounding effect*.

D. Penelitian Dividen pada Reaksi Pasar

Penelitian yang dilakukan Sularso (2003: 1-17), bertujuan untuk menganalisis pengaruh pengumuman *ex-dividend date* di Bursa Efek Jakarta, dengan mengambil sampel 14 saham. Sampel dibagi menjadi dua, yaitu dividen naik dan dividen turun. Periode penelitian selama 120 hari yang dibagi menjadi dua periode yaitu periode estimasi selama 90 hari dan periode peristiwa selama 30 hari termasuk 15 hari sebelum dan sesudah event. Metode yang digunakan dalam pada tulisan ini adalah *event study* yang akan mengamati pergerakan harga saham di pasar modal. Dari hasil penelitian disimpulkan bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat *ex-dividen date*, dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend date*.

Penelitian yang dilakukan oleh Darlis dan Zirman (2009: 993-1007), dengan menggunakan sampel pada tulisan ini sebanyak 58 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang tidak melakukan pengumuman lain, 40 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan bertumbuh, 18 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan yang tidak bertumbuh, 15 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi, 3 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan istitusional rendah. Penelitian ini menggunakan event study untuk menganalisis pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Analisa data menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian Arie Afzal dan Abdul Rohman (2012: 1-9) menunjukkan, Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai

perusahaan, sehingga besarnya dividen yang diberikan perusahaan kepada investor tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pada tulisan ini dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia). Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terdiri dari 135 perusahaan yang aktif selama tahun 2007-2010. Berdasarkan pemilihan sampel yang mengacu pada metode purposive sampling, dengan kriteria yang digunakan untuk memilih sampel pada tulisan ini adalah: 1) Perusahaan yang termasuk dalam kelompok industri manufaktur yang terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan berturut-turut dari tahun 2007-2010. 2) Perusahaan manufaktur yang selama tahun 2007-2010 yang memiliki dividen payout ratio. 3) Tersedia laporan keuangan perusahaan secara lengkap selama tahun 2007-2010, baik secara fisik maupun melalui website. Maka, dari 135 perusahaan tersebut terdapat perusahaan yang tidak dipakai sebagai sampel penelitian karena tidak memenuhi kriteria, sehingga jumlah perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel adalah 25 perusahaan.

Penelitian Agustina (2011: 39-50) menemukan bahwa, Pasar bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen (naik dan

turun). Di sekitar tanggal pengumuman ditemukan abnormal return yang signifikan, hal ini sesuai dengan teori Signaling. Temuan ini menunjukkan pengumuman dividen mengandung informasi, sekaligus BEI tidak memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Penelitian Nurmala (2006: 17:82), dengan populasi penelitian perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama lima tahun berturut-turut (tahun 1996 sampai tahun 2000) yang mengumumkan *Earning PerShare*, *Dividen Per-Share* dan *Closing Price*. Setelah dilakukan penelitian di BEJ, terdapat 3 perusahaan otomotif yang memenuhi kriteria yakni PT. Goodyear Indonesia Tbk, PT. Selamat Sempurna Tbk, PT. Tunas Ridean Tbk. Pada tulisan ini menemukan bahwa tidak terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan perubahan harga saham pada perusahaan otomotif yang telah go publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ), berdasarkan hasil uji yang dilakukan. Dari hasil yang didapat nilai dividen sangat kecil terhadap harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang dilakukan oleh pihak perusahaan yang diumumkan melalui laporan keuangan tahunan bukan merupakan informasi yang relevan bagi pemegang saham

dalam membuat keputusan investasi, yakni melakukan jual beli saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

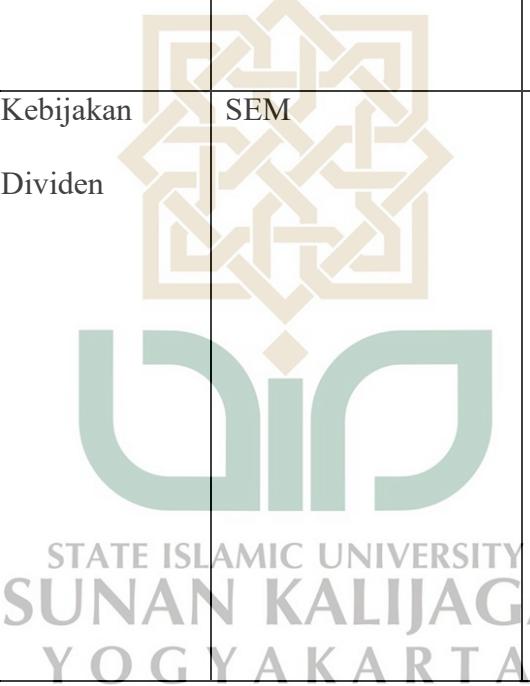
Sedangkan pada penelitian Hasnawati (2008: 312-322) lebih detil ditemukan bahwa Pada kebijakan dividen, indikator dividen pay out ratio, memiliki kemampuan yang sangat kuat dalam membentuk variabel kebijakan dividen dibandingkan dengan *dividen yield*. Nilai perusahaan dijelaskan dengan sangat kuat oleh indikator *spread value over cost to book value of asset* dan *axcess return to market*. Sedangkan market value mampu menjelaskan nilai perusahaan namun pada tingkat yang lemah. Pada kondisi ini ditemukan, bahwa kebijakan dividen secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Hasnawati (2008: 312-322) kemudian berasumsi (karena dalam pada tulisan ini tidak dijelaskan dasar argumen empiris, statistiknya) bahwa, dividen mempengaruhi nilai perusahaan dapat disebabkan karena investor institusional masih mendominasi kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia. Dia juga mengatakan dalam simpulannya bahwa faktor pajak bisa jadi merupakan salah satu faktor mengapa dividen masih dianggap lebih menguntungkan, karena institusional seperti tersebut tadi

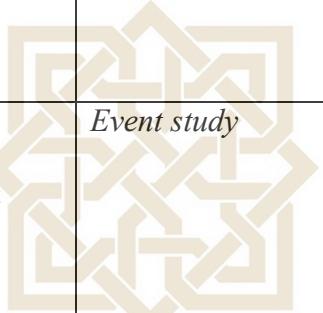
bukan merupakan objek pajak (hal ini lagi-lagi tanpa bukti empiris dalam pada tulisan ini).



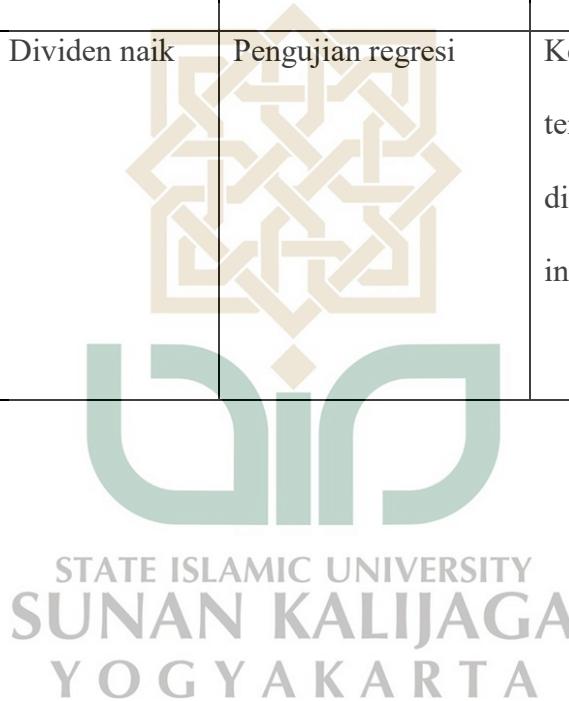
Tabel 2.1 Penelitian Dividen pada Pengumuman Dividen

Tahun	Peneliti	Populasi dan Sampel	Pengumuman yang Diteliti	Metode	Hasil
2003	Sularso	BEJ 14 Sampel	Dividen naik Dividen turun	<i>Event study</i> 90 hari periode estimasi, 30 hari periode peristiwa	Harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat <i>ex-dividend date</i> , dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat <i>ex-dividend date</i> .
2006	Nurmala	3 dari Perusahaan otomotif yang	<i>Earning Per Share, Dividen Per-</i>	Pengujian Regresi	Tidak terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan perubahan harga saham pada perusahaan otomotif yang telah go publik di

		terdaftar di Bursa Efek Jakarta	<i>Share dan Closing Price.</i>		Bursa Efek Jakarta (BEJ)
2008	Hasnawati	BEJ	Kebijakan Dividen	SEM 	Indikator dividen pay out ratio, memiliki kemampuan yang sangat kuat dalam membentuk variabel kebijakan dividen dibandingkan dengan <i>dividen yield</i> . Nilai perusahaan dijelaskan dengan sangat kuat oleh indikator <i>spread value over cost to book value of asset</i> dan <i>axcess return to market</i> . Sedangkan market value mampu menjelaskan nilai perusahaan namun pada tingkat

					yang lemah. Pada kondisi ini ditemukan, bahwa kebijakan dividen secara positif mempengaruhi nilai perusahaan.
2009	Darlis dan Zirman	BEI 58	Dividen meningkat	 <i>Event study</i>	Tidak ada pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat
2011	Agustina		Dividen naik Dividen turun	 <i>Event study</i>	Pasar bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen (naik dan turun). Di sekitar tanggal pengumuman ditemukan abnormal return yang signifikan, hal ini sesuai dengan teori Signaling. Temuan ini menunjukkan pengumuman dividen

					mengandung informasi, sekaligus BEI tidak memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat.
2012	Arie Afzal dan Abdul Rohman	25 dari seluruh Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (135)	Dividen naik	Pengujian regresi	Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga besarnya dividen yang diberikan perusahaan kepada investor tidak mempengaruhi nilai perusahaan



BAB X

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN

A. Pengertian Karakteristik Perusahaan

Penelitian karakteristik perusahaan (*metric explanation*) menggunakan return tak normal sebagai dependen variabel dan variabel – variabel penyebab, misalnya karakteristik perusahaan sebagai variabel - variabel independen untuk menjelaskan terjadinya return taknormal tersebut (Jogiyanto, 2010:8). Untuk menjelaskan metrik dari return tak normal yang merupakan reaksi dari pasar apakah juga dipengaruhi oleh faktor-faktor spesifik perusahaan, teknik regresi banyak dipergunakan. Akumulasi return tak normal digunakan sebagai dependen variabel dan faktor-faktor spesifik perusahaan digunakan sebagai independen variabel (Jogiyanto, 2010:192).

Menurut Fama (2001 : 7) setidaknya ada tiga karakteristik perusahaan dalam kebijakan dividen yaitu *profitability*, *investment opportunities*, dan *size*. Pengembangkan pendapat Fama dan

pendapat serta beberapa peneliti dividen lain karakteristik yang akan dianalisa dalam pada tulisan ini meliputi:

1) Dividen Yield

Besarnya perubahan dividen tentu saja menjadi pertimbangan utama investor. perubahan dividen sangat jarang terjadi karena manajer akan sangat hati-hati dalam menentukan perubahan ini. Oleh karenanya, seperti yang telah dijelaskan pada teori – teori sebelumnya perubahan dividen akan sangat ditanggapi oleh para investor. Hal ini dilatarbelakangi oleh pemikiran bahwa, jika manajer merubah kebijakan dividen, maka tentu ada konten informasi pada kebijakan yang ditetapkan ini (Modigliani – Miller dalam Sjahrial, (2010 : 313); Sartono, (2010 : 289-290))

2) Size

Firm size menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang mapan dan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Akses yang baik bisa membantu perusahaan memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dapat diartikan adanya fleksibilitas dan kemampuan bank untuk memunculkan dana yang lebih besar, dengan catatan perusahaan tersebut memiliki rasio

pembayaran yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Ukuran perusahaan diwakili oleh Log Natural (Ln) dari total assets tiap tahun (Sudarsi 2002:79).

Size menjelaskan bahwa suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru atau yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses kepasar modal. Kemudahan akses perusahaan besar yang mapan ke pasar modal berarti perusahaan tersebut memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu miliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Handayani, 2010: 68-70). Ukuran perusahaan (*size*) diprosikan berdasarkan total asset yang terdapat di dalam laporan keuangan perusahaan sampel. Untuk mendapatkan hasil total asset yang lebih baik dan valid, maka langkah untuk mengatasinya adalah melakukan transformasi data mentah menjadi data yang merupakan nilai logaritma natural dari data itu sendiri (Ln Total asset) sesuai dengan yang dilakukan Scott dan Martin (1975: 67-73) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan

merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

3) *Institusional Holding*

Menurut Embara, dkk. (2012: 122) Struktur Kepemilikan yang menjadi fokus dalam penelitian karakteristik perusahaan yang mempengaruhi abnormal return adalah berupa kepemilikan institusional atau blockholder. Menurut Fama (2010: 1915-1947), kepemilikan saham oleh institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam memahami abnormal return pada kebijakan dividen yang ditetapkan. Kepemilikan institusional tentu saja lebih mengharapkan agar laba ditahan untuk kepentingan investasi, tetapi pada tingkatan tertentu pemilik institusional juga sering kali menginginkan kecilnya cash pada manajemen sehingga tentu harapannya bertolak belakang dengan pemikiran sebelumnya.

dimana:

IO= Kepemilikan Institusional

SI = jumlah saham yang dimiliki institusi

TS= total kepemilikan saham

4) Beta Saham

Fama (2010: 1915-1947) menjelaskan bahwa sebuah perusahaan disebut tidak membayar dividen jika pada tahun yang berkenaan memiliki setidaknya tujuh bulan return yang baik. Sedangkan jika kurang dari itu atau setidaknya memiliki kondisi yang sama antar sewaktu membayar dan tidak membayar dividen. Walaupun begitu data menunjukkan bahwa seringkali pergerakan return lebih sering tidak mempengaruhi dividen. Lebih lanjut Fama menjelaskan bahwa perusahaan yang terbiasa tidak membayar dividen memiliki kecenderungan untuk tetap tidak membayar dividen. Menurut Hoberg (2006: 1-40), beta adalah alat untuk mengukur resiko dimasa depan. Sehingga dengan mendasarkan pada pandangan Fama dan French (2010: 1915-1947) maka beta saham adalah alat yang paling tepat untuk mengukur kebijakan pembayaran dividen.

5) Pertumbuhan

Fama (2010: 1915-1947) mengatakan bahwa kemungkinan pertumbuhan yang besar dari perusahaan adalah merupakan sebuah karakteristik yang paling umum untuk tidak pernah membayar dividen. Set kesempatan investasi didefinisikan sebagai

ketersediaan investasi perusahaan dimasa yang akan datang, yang akan merepresentasikan perkembangan perusahaan. Set kesempatan investasi merupakan variabel yang *unobservable* dalam pada tulisan ini diukur sebagai proksi adalah Market to book value of equity (MBVE), mengikuti penelitian Gaver dan Gaver dalam Emabara (2012: 119-129), dengan menggunakan formula:

$$MBVE = \frac{(JSB \times HP)}{TE} \dots\dots 2.7$$

dimana:

MBVE = Market to book value of equity

JSB = Jumlah Saham Beredar

HP = Harga Penutupan

TE = Total Ekuitas

B. Penelitian Kebijakan Dividen pada karakteristik

perusahaan

Penelitian Zhenhu Jin (2000: 45-54) melakukan pengujian terhadap variabel karakteristik khusus perusahaan seperti *size*, *Institutional Holding*, *Board Ownership*, *Q-Ratio*, *Dividend Yield*, *Pre-CAR*, *Earning Volatility*, dan *Earning Change* dengan analisis regresi berganda ditemukan bahwa *size* dan *dividend yield*

signifikan untuk perusahaan yang bereaksi positif terhadap inisiasi. Temuan tersebut diperkuat oleh Adaoglu (2008: 113-135) dalam penelitiannya di bursa saham Turki (ISE) menemukan bahwa hal yang sama bahwa *size* dan *dividend yield* berpengaruh positif terhadap reaksi kebijakan dividen. Adjaoud, et., al. (2006: 1-13) menemukan pada Analisa yang lebih detil dari retun tak normal dari pengumuman dividen pada perusahaan di Kanada menunjukkan bahwa return tak normal terjadi lebih pada perusahaan berukuran kecil dan dengan adanya kepemilikan tertutup. Bukti mengenai *size* juga ditemukan di Francis (Anouar, 2010: 1-22). Sedangkan di Srilangka, pada perusahaan kategori *Beverage Food and Tobbaco*, Balagobei (2013: 52-61) menemukan bahwa karakteristik *size* dan profitabilitas memiliki pengaruh positif dalam kebijakan dividen.

Sedangkan penelitian Ambarwati (2005 : 90) menunjukkan reaksi investor terhadap *dividend initiations* ternyata dipengaruhi juga oleh variabel khusus perusahaan yaitu variabel *size* dan fluktuasi return (CARM). Sedangkan reaksi investor terhadap *dividend cut/omissions* dipengaruhi oleh CARM dan beta. Hal itu mengindikasikan bahwa besarnya reaksi investor masih

dipengaruhi oleh variabel – variable khusus yang ada pada perusahaan. Tampaknya pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan (Pujiati, 2009: 71:86) memang menjadi karakteristik khusus pada setiap peristiwa.

Penelitian Agustina (2011: 39-50) juga menunjukkan bahwa, reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen dipengaruhi oleh besar dividen yang dibayarkan, perubahan dividen yang dibayarkan, tingkat keuntungan yang diperoleh, ukuran perusahaan, rasio hutang terhadap ekuitas, dan risiko yang dihadapi perusahaan. Selain besar dividen yang dibayarkan dan perubahan besar dividen yang dibayarkan tahun sebelumnya, keempat variabel lainnya merupakan variabel lag.

Penelitian Umbara, dkk. (2012: 127) Pada sub analisa variabel – variabel yang mempengaruhi nilai saham pada kebijakan dividen ditemukan, kepemilikan Institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham, dimana besar kecilnya kepemilikan saham oleh institusi pada perusahaan manufaktur di BEI tidak mengakibatkan perubahan harga saham. Sedangkan pada Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham, hal ini berarti ada atau tidaknya kesempatan

investasi yang dimiliki perusahaan manufaktur di BEI akan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earning*, sehingga kesempatan investasi yang tinggi akan berdampak langsung pada perubahan harga saham.

Sedangkan Murhadi (2008 : 14) menemukan Set kesempatan investasi dalam penelitiannya tidak memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham, Aliran kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, karena ketersediaan aliran kas bebas yang tinggi memungkinkan terjadinya moral hazard dari pihak manajemen, Struktur kepemilikan yang diwakili oleh kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif, dimana kepemilikan institusi yang tinggi akan memungkinkan terjadinya eksploitasi oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas, Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap harga saham, dimana perusahaan dalam tahapan matang akan memiliki pergerakan harga saham yang rendah.

Tabel 2.2 Penelitian Karakteristik Perusahaan pada Pengumuman Dividen

Tahun	Peneliti	Populasi dan Sampel	Karakteristik yang Diteliti	Metode	Hasil
2000	Zhenhu Jin	NYSE (USA)	<i>Size, Institutional Holding, Board Ownership, Q-Ratio, Dividend Yield, Pre-CAR, Earning Volatility, dan Earning Change</i>	Analisis regresi	<i>Size dan dividend yield signifikan untuk perusahaan yang bereaksi positif terhadap inisiasi.</i>
2005	Ambarwati	BEJ	<i>Size, Fluktuasi return, beta</i>	Analisis regresi	Reaksi investor terhadap <i>dividend initiations</i> ternyata dipengaruhi juga oleh variabel khusus perusahaan

					yaitu variabel <i>size</i> dan fluktuasi return (CARM). Sedangkan reaksi investor terhadap <i>dividend cut/omissions</i> dipengaruhi oleh CARM dan beta
2006	Adjaoud	TSX (Kanada)	Ukuran dan Kepemilikan	Analisis regresi	Return tak normal terjadi lebih pada perusahaan berukuran kecil dan dengan adanya kepemilikan tertutup.
2008	Adaoglu	ISE (Turki)		Analisis regresi	<i>Size</i> dan <i>dividend yield</i> berpengaruh positif terhadap reaksi kebijakan

						dividen
2008	Murhadi	BEJ	<i>MBVE</i>	Analisis regresi	Set kesempatan investasi dalam penelitiannya tidak memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham	
2010	Anouar	CAC (Francis)	<i>Size</i>	Analisis regresi	Size mempengaruhi reaksi passar	
2011	Agustina	BEI	Besarnya dividen, <i>Yield</i> , Tingkat keuntungan, <i>size</i> , DER dan MBVE.	Analisis regresi berganda	Reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen dipengaruhi oleh besar dividen yang dibayarkan, perubahan dividen yang dibayarkan, tingkat keuntungan yang diperoleh,	

					ukuran perusahaan, rasio hutang terhadap ekuitas, dan risiko yang dihadapi perusahaan.
2012	Umbara	Perusahaan Manufaktur BEI	<i>Instituisonal,</i> <i>MBVE</i>	Analisis regresi	Kepemilikan Institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham. Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham.
2013	Balagobei	Perusahaan kategori <i>Beverage</i> <i>Food and</i>	Size, Profitabilitas	Analisis regresi	Karakteristik <i>size</i> dan profitabilitas memiliki pengaruh positif dalam

		<i>Tobacco</i> CSE (Srilangka)			kebijakan dividen.
--	--	--------------------------------------	--	--	--------------------

C. Pentingnya Karakteristik Perusahaan dalam Memahami Kebijakan Dividen

Dividend signaling theory memiliki dua asumsi yang mendasarinya, yaitu keengganan manajemen perusahaan untuk mengubah kebijakan dividennya sehingga kebijakan pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan dianggap oleh investor sebagai suatu sinyal kemampuan perusahaan. Asumsi kedua adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor. *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain. Misalnya pihak manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan investor di pasar modal. Selain itu para investor menggunakan kebijakan deviden sebagai indikator tentang prospek perusahaan.

Dari *dividend signaling theory*, dapat disusun hubungan logis jika suatu peristiwa atau pengumuman mengandung

informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu peristiwa atau pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi perubahan harga saham biasanya diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan atau dengan menggunakan abnormal return. Peristiwa atau pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya, suatu peristiwa atau pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar dan jika abnormal return tersebut diperoleh pada hari dimana peristiwa atau pengumuman itu terjadi maka pasar dikatakan memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Reaksi pasar dalam hal ini diprosksi dengan abnormal return selama *event period*.

Pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga keseimbangan yang baru ini dilakukan dengan sangat cepat. Seberapa cepat waktu yang dibutuhkan untuk dapat menyerap semua informasi tergantung dari jenis informasinya. Awal dari literatur pasar efisien mengasumsikan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dari harga sekuritas karena

penyebaran informasi yang tidak simetris terjadi dengan seketika.

Konsep terbaru dari pasar efisien tidak mengharuskan kecepatan penyesuaian harus terjadi dengan seketika, tetapi terjadi dengan cepat (*quickly*).

Jika pasar tidak bereaksi, yaitu tidak terjadinya abnormal return, efisiensi pasar dari aspek informasi tidak dapat terjawab. Jika diasumsikan bahwa tidak terjadinya abnormal return karena reaksi yang sangat cepat sehingga pasar adalah fair game, maka dianggap pasar adalah efisien. Jika diasumsikan bahwa tidak adanya reaksi karena pasar tidak mengerti untuk bereaksi, maka dapat disimpulkan bahwa pasar adalah tidak efisien. Dengan demikian, tidak terjadinya abnormal return tidak jelas menunjukkan apakah karena reaksi pasar yang sangat cepat atau karena pasar tidak mengerti untuk bereaksi. Uraian ini menunjukkan bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia (*fully reflect*), maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan

efisiensi pasar dari aspek informasi (*informationally efficient market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia.

Ketersediaan informasi saja tidak menjamin pasar akan efisien. Untuk menjamin pasar efisien, pelaku pasar harus canggih (*sophisticated*) dalam mengambil keputusan yang benar terhadap informasi yang diterima. Jika hanya sebagian saja pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini dapat menikmati keuntungan yang tidak normal disebabkan mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibandingkan dengan kelompok pelaku pasar yang kurang atau tidak canggih (*naïve*). Dengan demikian efisiensi pasar berdasarkan ketersediaan informasi saja tidaklah cukup, tetapi diperlukan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan yang benar. Efisiensi seperti ini sebagai efisiensi pasar dari aspek keputusan (*decisionally efficient market*).

Untuk melakukan keputusan yang benar, pengambil keputusan harus dapat memahami nilai ekonomis dari peristiwanya. Nilai ekonomis adalah nilai yang dikandung oleh suatu peristiwa yang mempengaruhi perubahan nilai perusahaan

yang berhubungan dengan peristiwa tersebut. Jika nilai dari suatu perusahaan dianggap sebagai aliran kas masuk bersih masa depan yang didiskontokan ke nilai sekarang (*discounted future cash flows*), maka perubahan nilai dari perusahaan adalah perubahan aliran kasnya. Dengan demikian, suatu peristiwa dikatakan mempunyai nilai ekonomis jika peristiwa ini dapat mengakibatkan perubahan aliran kas dari perusahaan yang berhubungan dengan peristiwa tersebut.

Pasar dikatakan mengambil keputusan yang benar terhadap efek suatu peristiwa jika keputusan yang diambil adalah tepat. Keputusan yang tepat adalah keputusan yang sesuai dengan pengaruh persitiwa terhadap nilai perusahaannya. Untuk keputusan yang tepat, pasar seharusnya bereaksi positif terhadap peristiwa yang mengakibatkan naiknya nilai perusahaan atau bereaksi negatif terhadap peristiwa yang mengakibatkan turunnya nilai perusahaan. Pasar sebaiknya tidak bereaksi terhadap peristiwa yang tidak mengakibatkan perubahan nilai perusahaan.

Pasar yang efisien dari aspek informasi belum tentu efisien dari aspek keputusan. Pada pengumuman pembayaran dividen yang naik dari nilai dividen periode sebelumnya dan informasi ini

tersedia untuk semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan. Dengan meningkatkan nilai dividen yang dibayar, perusahaan emiten mencoba memberi sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa depan, sehingga mampu meningkatkan pembayaran dividen. Sebaliknya jika perusahaan memotong nilai dividen akan dianggap sebagai sinyal buruk karena akan dianggap sebagai kekurangan likuiditas. Pelaku pasar yang kurang canggih akan menerima informasi peningkatan dividen ini begitu saja tanpa menganalisisnya lebih lanjut dan harga sekuritas akan mencerminkan informasi kabar baik ini secara penuh. Secara definisi, ini berarti pasar sudah efisien dari aspek informasi.

Sebaliknya pelaku pasar yang canggih tidak akan mudah dibodohi (fooled) oleh emiten. Pelaku pasar yang canggih akan menganalisis informasi ini lebih lanjut untuk menentukan apakah benar ini merupakan sinyal yang valid dan dapat dipercaya. Jika ternyata sinyal ini merupakan sinyal yang tidak valid (ternyata perusahaan tidak mempunyai prospek yang baik), maka investor yang canggih akan mengerti bahwa sinyal yang diberikan merupakan sinyal yang salah dan mereka akan bereaksi secara negatif terhadap harga sekuritas emiten. Dengan demikian untuk

mengetahui apakah pasar sudah efisien dari aspek keputusan tidaklah cukup hanya melihat reaksi pasar yang cepat dan penuh (efisien dari aspek informasi), tetapi juga harus mengetahui apakah keputusan yang dilakukan oleh pelaku pasar sudah benar dan mereka tidak dibodohi oleh pasar (efisien dari aspek keputusan).

Pasar yang efisien dari aspek informasi menekankan pada penyebaran informasi yang cepat dan penuh. Penyelenggara dan regulator pasar modal harus berusaha membuat informasi yang diperlukan menjadi tersedia di pasar secara luas dan cepat, misalnya dengan mengharuskan pengungkapan informasi yang penting oleh perusahaan emiten. Informasi yang tersedia saja dengan cepat belum menjadikan pasar efisien dari aspek keputusan. Untuk mengarah ke pasar yang efisien dari aspek keputusan, maka pendidikan merupakan hal yang mutlak untuk membuat pelaku pasar menjadi canggih (*sophisticated*).

Pelaku pasar yang canggih akan dapat membedakan antara pengumuman yang bernilai ekonomis dan yang tidak bernilai ekonomis. Lebih lanjut, pelaku pasar yang canggih akan menganalisis lebih dalam informasi yang diterima supaya mereka dapat mengambil keputusan yang tepat sehingga tidak dibodohi

oleh pasar. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar dari aspek keputusan (*decisionally efficient market*).

Pengujian efisiensi pasar dari aspek informasi hanya melibatkan dua buah faktor saja, yaitu abnormal return dan kecepatan reaksi. Pengujian efisiensi pasar dari aspek keputusan melibatkan empat buah faktor, yaitu: (1) abnormal return, (2) kecepatan reaksi, (3) nilai ekonomis dan (4) ketepatan reaksi. Hasil dari pengujian pasar efisien dari aspek informasi dapat berbeda dan kurang tepat jika dibandingkan dengan hasil dari pengujian pasar efisien dari aspek keputusan.

Pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga keseimbangan yang baru ini dilakukan dengan sangat cepat. Seberapa cepat waktu yang dibutuhkan untuk dapat menyerap semua informasi tergantung dari jenis informasinya. Reaksi pasar terhadap informasi ini biasanya dilakukan dalam waktu sehari bahkan di pasar yang efisien direaksi dalam ukuran menit.

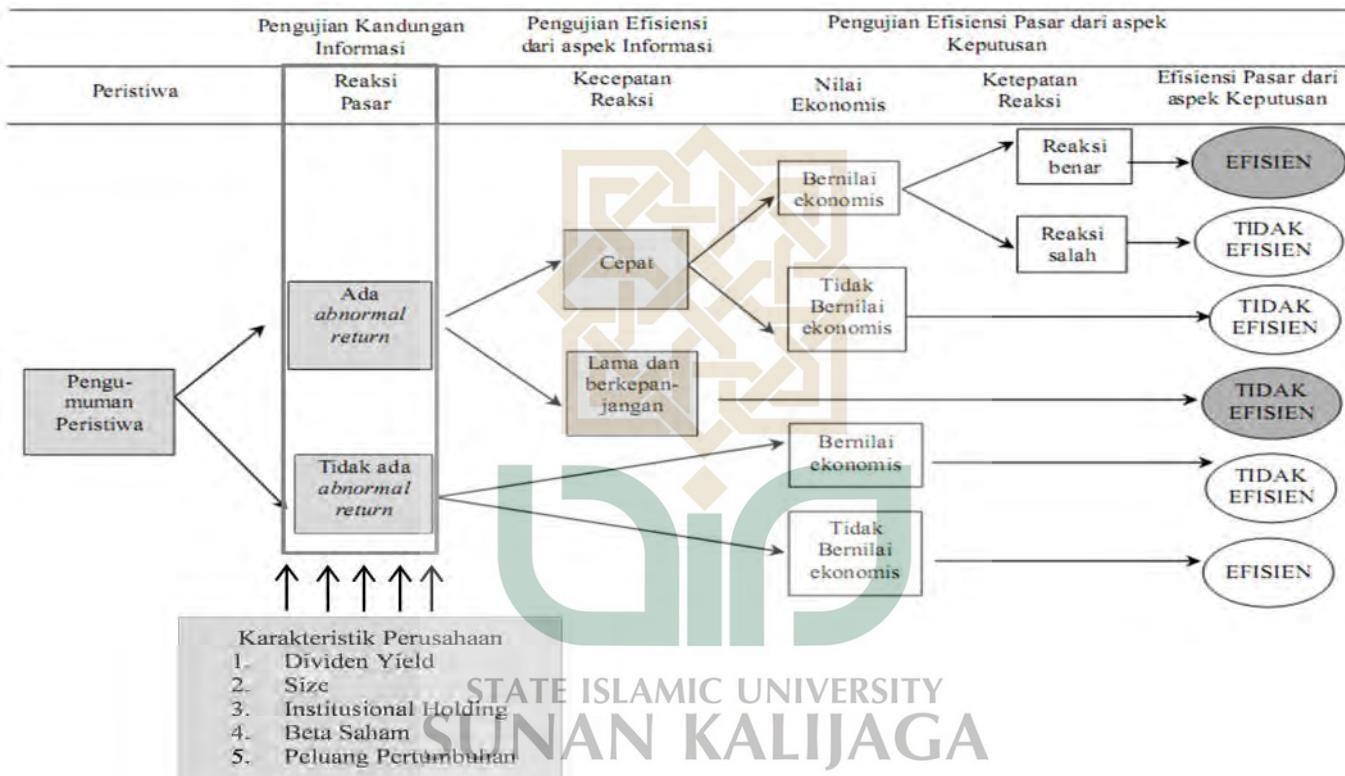
Telah banyak penelitian yang menemukan adanya hubungan antara karakteristik perusahaan dengan abnormal return yang bisa diperoleh investor. Beberapa karakteristik tersebut antara lain ukuran (*size*), nilai pasar dibagi dengan nilai buku

(*market to book value*), beta saham, dan persentase kepemilikan institusional. Hubungan antara karakteristik perusahaan dengan abnormal return ini dinyatakan sebagai sebuah anomali dalam pasar yang efisien, karena dalam pasar yang efisien, secara teoritis tidak ada seorang investor pun bisa memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi karakteristik perusahaan.

Prilaku pasar dalam mereaksi pengumuman dividen dalam pada tulisan ini juga akan diuji kandungan informasinya. Sehingga kemudian mampu di jelaskan kenapa pasar bereaksi seperti itu. Dalam hal ini, besarnya dividen yang dikeluarkan merupakan faktor penjelasan pertama sesuai dengan teori semula bahwa ada dua hal yang diharapkan para pemilik saham yaitu dividen dan capital gain. Bagi para pemilik saham yang lebih mengharapkan capital gain maka ada resiko yang mereka tanggung. Oleh karena itu tentu akan memperhitungkan peluang-peluang dimasa depan tidak saja harapan yang dipengaruhi pergerakan harga pasar pada umumnya (beta saham). Tetapi juga kemungkinan perusahaan tersebut melakukan investasi (MBVE). Sehingga ukuran perusahaan (size) dan peluang perusahaan tersebut untuk mencari atau tidak mencari sumber investasi (institusional holding) diperkirakan menjadi

faktor-faktor yang mampu menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen.





Gambar 1. Karakteristik Perusahaan dalam Memahami Kebijakan Dividen

BAB XI

PEMETAAN EMITEN ATAS KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

A. Pengumuman Dividen

Pengumuman kebijakan dividen jika dilihat dari nilai nominalnya terbagi menjadi 5 jenis yaitu: Pengumuman kebijakan dividen perusahaan untuk pertama kalinya, Pengumuman kenaikan dividen, Pengumuman penurunan dividen, Pengumuman nilai dividen tetap/fixed dan Pengumuman perusahaan untuk tidak membagikan dividen.

Berdasarkan hasil analisa data dari dokumen Ringkasan Kinerja Perusahaan yang di umumkan oleh perusahaan melalui PT. Bursa Efek Indonesia (<http://idx.co.id/>) dapat diketahui bahwa pada kurun waktu 5 tahun, dari 2008 – 2012 terdapat 242 perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen setidak-tidaknya 1 kali pada kurun waktu tersebut. Pengumuman ini tersebar di berbagai koran baik lokal maupun nasional. Perusahaan yang melakukan pengumuman *dividend initiations* yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 50 perusahaan; Perusahaan yang melakukan

pengumuman kebijakan dividend turun yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 88 perusahaan; Perusahaan yang melakukan pengumuman kebijakan dividend naik yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 187 perusahaan; Perusahaan yang melakukan pengumuman kebijakan dividend tetap yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 39 perusahaan; dan Perusahaan yang melakukan pengumuman *dividend omissions* yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 79 perusahaan.

Tabel 3 Media Sumber Instrumen Pengumuman Kebijakan Dividen

No	Nama Media	Jenis
1	BISNIS	Majalah
2	Bisnis Indonesia	Koran Nasional
3	Company Website	Website milik Perusahaan ybs.
4	dcoins.co.id	Website khusus bursa saham
5	Detik Finance	Website News dot com
6	Ekonomi Neraca	Koran Khusus Ekonomi
7	Finance Today	Koran Khusus Ekonomi
8	IDX Net	Website resmi PT. Bursa Efek Indonesia
9	imq21.com	Website resmi Kantor Berita Antara
10	INFOBANK	Majalah/ Tabloid
11	Investor Daily	Koran Khusus Ekonomi
12	Ipot News	Website khusus bursa saham
13	Jawa Pos	Koran Lokal
14	Kabar Bisnis	Koran Khusus Ekonomi
15	Kompas	Koran Nasional
16	Kontan	Tabloid
17	KSEI.co.id	Website resmi PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia

18	Media Indonesia	Koran Nasional
19	OKEZONE.COM	Website News dot com
20	Pembaharuan	Koran Nasional
21	Pikiran Rakyat	Koran Lokal
22	Radar Surabaya	Koran Lokal
23	Republika	Koran Nasional
24	Sieradproduce.com	Website khusus bursa saham
25	Sinar Harapan	Koran Lokal
26	Sindo	Koran Nasional
27	SWA.co.id	Website khusus Ekonomi
28	The Jakarta Post	Koran Nasional
29	Tiraaustenite.com	Website khusus bursa saham
30	VIVA.co.id	Website News dot com

Sumber: pengolahan data

Berdasarkan Tabel 1 terlihat bahwa mayoritas media yang dipilih oleh perusahaan adalah koran Nasional. Data menunjukkan bahwa koran lokal biasanya dipilih jika perusahaan tersebut berlokasi atau berkantor pusat di wilayah itu, Misalnya Medan, Bandung, Makasar dan Surabaya. Beberapa Laporan media pengumuman kebijakan dividen perusahaan kepada PT. Bursa Efek Indonesia tidak melampirkan kliping korannya. Sedangkan Laporan media pengumuman kebijakan dividen perusahaan kepada PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia seluruhnya tidak melampirkan kliping korannya, tetapi hanya menyampaikan ringkasan beritanya saja. Kustodian adalah Pihak yang memberikan jasa penitipan Efek dan harta lain yang berkaitan

dengan Efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi Efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya. (Pasal 1 Angka 8 UU Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal). Pada beberapa kasus pengumuman tidak berhasil ditemukan Laporan pengumuman kebijakan dividen perusahaan kepada PT. Bursa Efek Indonesia, sehingga Laporan media pengumuman kebijakan dividen perusahaan kepada PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia dijadikan alternatif kedua dalam menentukan *event day* pengumuman kebijakan dividen perusahaan. Alternatif berikutnya jika di KSEI juga tidak ditemukan adalah didapat dari laporan – laporan website yang memberitakan RUPS dari perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Temuan dan langkah antisipasi yang sama dilakukan oleh Evi Gantyowati dan Yayuk Sulistiyani (2008: 161-171) yang mengidentifikasi pengumuman dividen tidak hanya dari *Indonesia Stock Exchange-Statistic* tetapi juga dari sumber lain atau media masa yang mempublikasikan.

Sebanyak 6 perusahaan dikeluarkan terlebih dahulu dari verifikasi kualifikasi pengumuman karena khusus pada bagian kebijakan dividen pada Laporan kinerja perusahaan kepada PT

Bursa Efek Indonesia (<http://idx.co.id/>) per-*Company Report* : February 2013 tidak tercantum yaitu: Sepatu Bata (BATA), Bank Danamon Indonesia (BDMN), Bank CIMB Niaga (BNGA), HM Sampoerna (HMSP), Metropolitan Kentjana (MKPI) dan Unilever Indonesia (UNVR). Patut menjadi catatan bahwa khusus untuk Bank Rakyat Indonesia tidak menggunakan Laporan kinerja perusahaan per-*Company Report* : February 2013 tetapi menggunakan *Company Report* : July 2012. BBRI diberi perlakuan khusus karena laporan perusahaan dimaksud persemester tersebut didapat, intensitas pengumuman kebijakan dividen perusahaan dan besarnya kapitalisasi pasar BBRI.

Sebanyak 10 Perusahaan dikeluarkan terlebih dahulu dari verifikasi kualifikasi pengumuman karena ketidaksingkronan nominal dividen pada Laporan kinerja perusahaan kepada PT Bursa Efek Indonesia (<http://idx.co.id/>) dengan Laporan atas pengumuman hasil RUPS dan Laporan penyampaian hasil RUPS di media masa. Hal ini menjadi penting karena berimplikasi pada analisa lanjutan dari analisa peristiwa yang membutuhkan Nominal Dividen, *Payout Ratio* dan *Yield* pada Laporan kinerja perusahaan, yang tentu nilainya tidak akan tepat. Perusahaan tersebut adalah

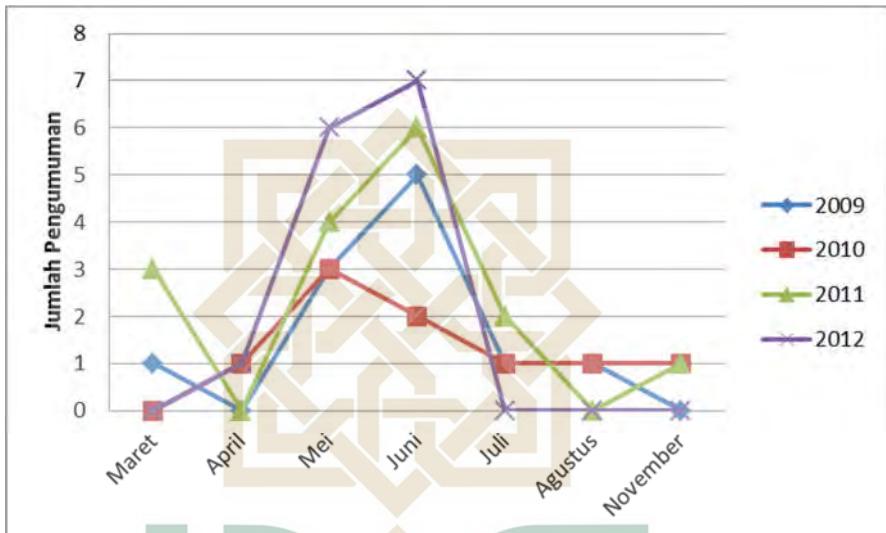
Tiga Pilar Sejahtera Food (AISA), Arpeni Pratama Ocean Line (APOL), Asuransi Bintang (ASBI), Berlian Laju Tanker ((BLTA), Bank Internasional Indonesia (BNII), Inti Agri Resources (IICKP), Indo-Rama Synthetics (INDR), Krakatau Steel (KRAS), Lamicitra Nusantara (LAMI), Laguna Cipta Griya (LCGP).

B. Jenis Pengumuman

5 perusahaan mengumumkan tidak membagikan dividen (termasuk peristiwa pengumuman *dividend ommisions*), tetapi tidak dimasukkan kedalam pada tulisan ini karena tidak pernah membagikan dividen sejak IPO. Perusahaan tersebut adalah Dyviacom Intrabumi (DNET), Eterindo Wahanatama (ETWA), Intikeramik Alamasri Industri (IKAI), Jakarta Kyoei Steel Works (JKSW), Lippo Cikarang (LPCK). Sedangkan sisanya beberapa perusahaan yang mengumumkan *dividend ommisions* tidak dimasukkan dalam pada tulisan ini karena tidak memenuhi syarat setidaknya satu kali dalam kurun waktu 5 tahun membagikan dividen.

1. Perusahaan Yang Mengumumkan Pembagian Dividen Untuk Pertama Kalinya.

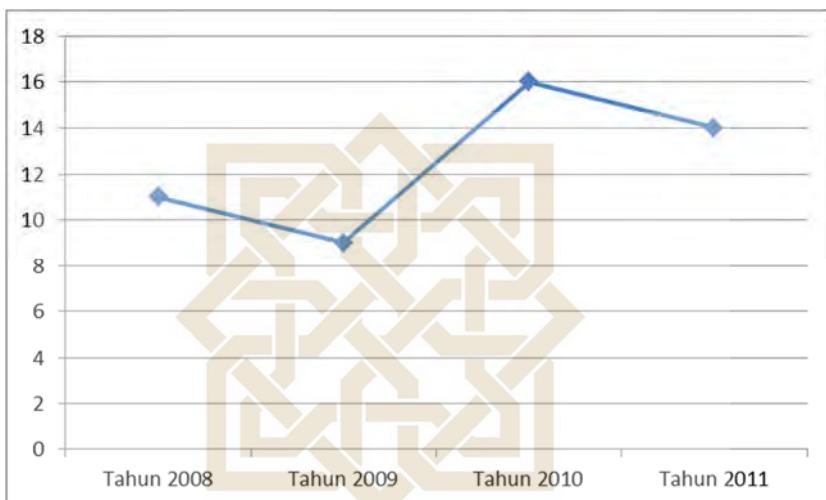
Pengumuman pembagian dividen perusahaan untuk pertama kalinya tercatat sebanyak 50 perusahaan. Pilihan bulan pengumuman dividen untuk pertama kalinya. Rata – rata emiten mengumumkan dividen untuk pertama kalinya adalah pada bulan pada bulan Juni. Terlihat dari data tahun 2009 ada 5 perusahaan yang melakukan pengumuman dividen untuk pertama kalinya pada bulan juni, sedangkan pada tahun 2010 2 perusahaan, tahun 2011 6 perusahaan dan tahun 2012 7 perusahaan. Alternatif pilihan lain dari emiten adalah pada bulan Mei, hal ini bisa dilihat dari data tahun 2009 dan 2010 3 perusahaan, tahun 2011 4 perusahaan dan tahun 2012 6 perusahaan.



Sumber: Pengolahan data

Gambar 1 Tren Bulan Pilihan Emiten Untuk Pengumuman Dividen Pertamakalinya

Pada tahun buku 2008 terdapat 11 perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen untuk pertama kalinya. Pada tahun buku 2009 terdapat 9 perusahaan, tahun buku 2010 terdapat 16 perusahaan, tahun buku 2011 terdapat 14 perusahaan.



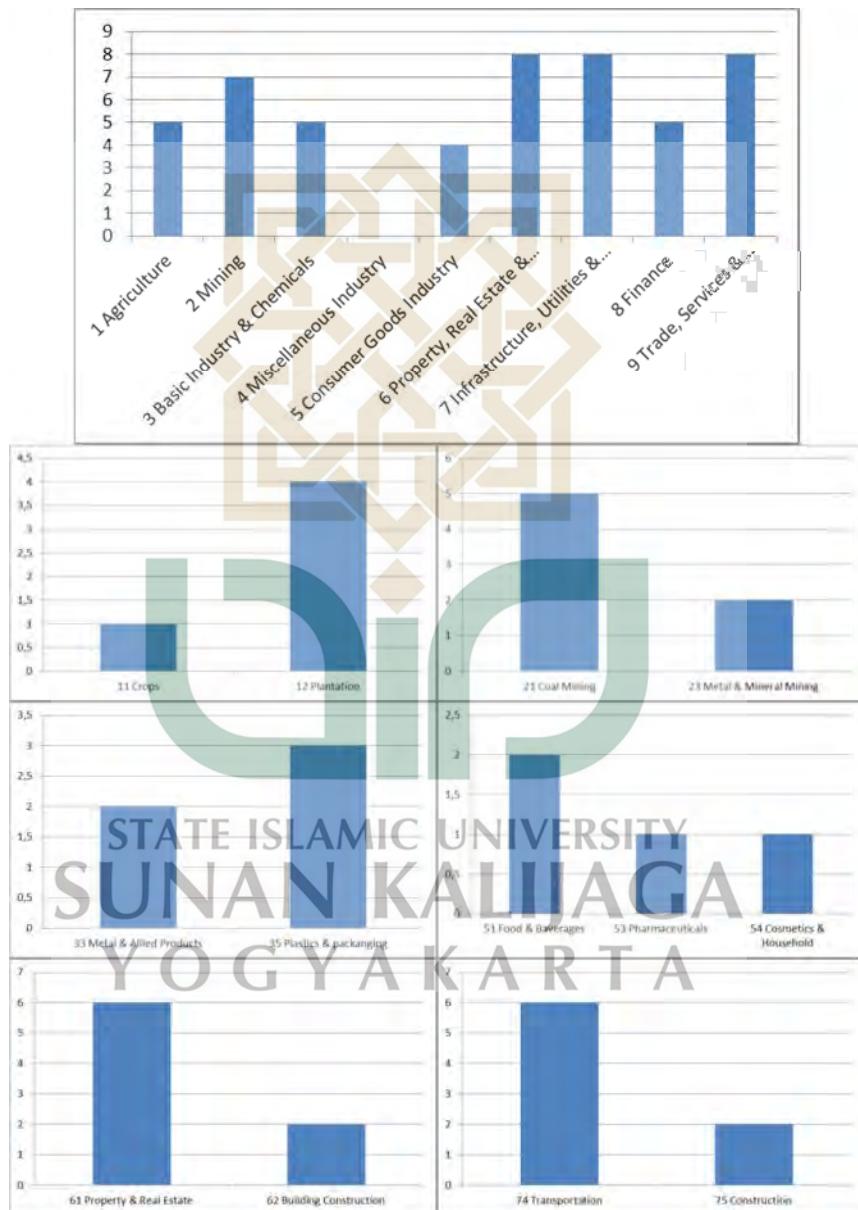
Sumber: Pengolahan data

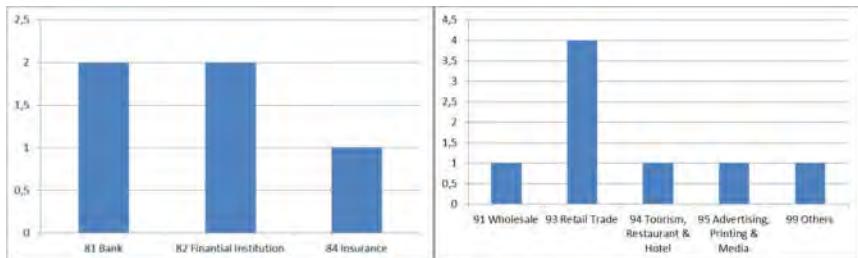
Gambar 2 Tren Jumlah Peristiwa Pengumuman Dividen untuk Pertama Kalinya tahun buku 2008 – 2012

Ada 5 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Agriculture* (1 peristiwa pengumuman subsektor *Crops* dan 4 peristiwa pengumuman subsektor *Plantation*) yang mengumumkan pembagian dividen pertama kalinya; 7 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Mining* (5 peristiwa pengumuman subsektor *Coal Mining* dan 2 peristiwa pengumuman subsektor *Metal & Mineral Mining*); 5 peristiwa pengumuman pada sektor industri

Basic Industry & Chemicals (2 peristiwa pengumuman subsektor *Metal & Allied Products* dan 3 peristiwa pengumuman subsektor *Plastics & packanging*); 4 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Consumer Goods Industry* (2 peristiwa pengumuman subsektor *Food & Baverages*, 1 peristiwa pengumuman subsektor *Pharmaceuticals* dan 1 peristiwa pengumuman subsektor *Cosmetics & Household*); 8 perusahaan sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction* (6 peristiwa pengumuman subsektor *Property & Real Estate* dan 2 peristiwa pengumuman subsektor *Building Construction*); 8 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Infrastructure, Utilities & Transportation* (6 peristiwa pengumuman subsektor *Transportation* dan 2 peristiwa pengumuman subsektor *Construction*); 5 perusahaan pada subsektor *Finance* (2 peristiwa pengumuman subsektor *Bank*, 2 peristiwa pengumuman subsektor *Finantial Institution* dan 1 peristiwa pengumuman subsektor *Insurance*); dan 8 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Trade, Services & Investment* (1 peristiwa pengumuman subsektor *Wholesale*, 4 peristiwa pengumuman subsektor *Retail Trade*, 1 peristiwa pengumuman subsektor *Tourism, Restaurant & Hotel*, 1 peristiwa pengumuman

subsektor *Advertising, Printing & Media* dan 1 peristiwa pengumuman subsektor *Others*).





Sumber: Pengolahan data

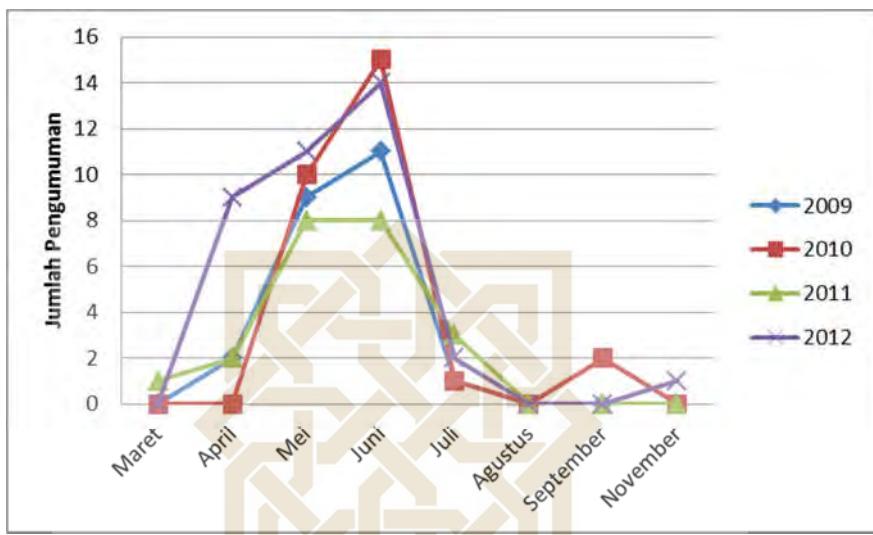
Gambar 3 Chart Sebaran Sektor Industri dan Sub Sektornya pada Pengumuman Pembagian Dividen untuk yang Pertama Kalinya pada tahun buku 2008-2012

Berdasarkan data ini terlihat bahwa jumlah perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen untuk pertama kalinya relatif fluktuatif setiap tahunnya, sehingga bisa dikatakan tidak memiliki tren tertentu. Data ini juga menunjukkan bahwa pada kurun waktu pada tulisan ini tidak ada satupun perusahaan dari sektor industri *Miscellaneous Industry* yang mengumumkan pembagian dividen untuk pertama kalinya. Sektor industri terbanyak yang mengumumkan pembagian dividen untuk pertama kalinya adalah sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction; Infrastructure, Utilities & Transportation* dan sektor industri *Trade, Services & Investment*. Masing – masing terdiri dari 8 pengumuman/ perusahaan.

Setelah melakukan verifikasi kelengkapan data penelitian, terdapat 8 peristiwa pengumuman yang dikeluarkan dari analisa reaksi pasar terhadap pengumuman dividen untuk pertama kalinya ini. 4 perusahaan dikeluarkan dari analisa ini karena tidak lengkapnya data harga saham harian pada 20 hari periode peristiwa tanggal pengumuman atau 40 hari pada periode estimasi return. Perusahaan tersebut adalah Krakatau Steel (KRAS), Pelat Timah Nusantara (NIKL), Metropolitan Land (MTLA), Pusako Tarinka (PSKT), Taisho Pharmaceutical Indonesia (SQBB). Sedangkan 2 perusahaan lainnya dikeluarkan dari analisis reaksi pasar terhadap pengumuman dividen untuk pertama kalinya ini adalah Martina Berto (MBTO) dan Trikomsel Oke (TRIO). Kedua perusahaan ini dikeluarkan dari analisis karena tidak lengkapnya laporan keuangan pada tahun buku pengumuman dividen untuk pertama kalinya. Ketidaklengkapan ini terutama pada laporan kinerja perusahaan yang diumumkan oleh perusahaan melalui PT Bursa Efek Indonesia di <http://idx.co.id/>. Sedangkan Cita Mineral Investindo (CITA) dikeluarkan dari analisis karena Kesalahan Standar Estimasinya bernilai 0 (nol).

2. Perusahaan Yang Mengumumkan Penurunan Dividen

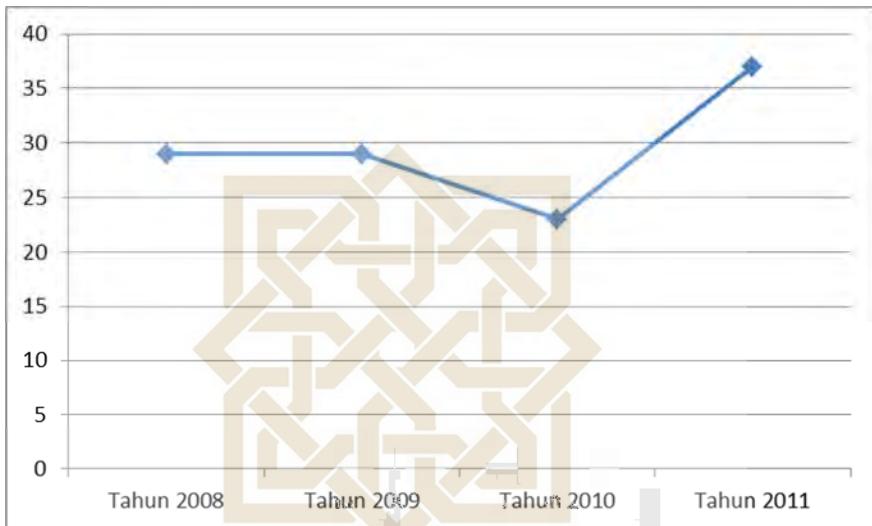
Pengumuman pembagian penurunan dividen perusahaan tercatat sebanyak 88 perusahaan. Tabel Lampiran 1.2 Daftar nama perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen pada kurun waktu 2009 – 2012, beserta klasifikasi usaha dan tanggal pengumumannya. Rata – rata emiten mengumumkan penurunan dividen adalah pada bulan pada bulan Juni. Terlihat dari data tahun 2009 ada 11 perusahaan yang melakukan pengumuman penurunan dividen pada bulan juni, sedangkan pada tahun 2010 15 perusahaan, tahun 2011 8 perusahaan dan tahun 2012 14 perusahaan. Alternatif pilihan lain dari emiten adalah pada bulan Mei, hal ini bisa dilihat dari data tahun 2009 9 perusahaan, tahun 2010 10 perusahaan, tahun 2011 8 perusahaan dan tahun 2012 11 perusahaan.



Sumber: Pengolahan data

Gambar 4 Tren Bulan Pilihan Emiten Untuk Pengumuman Penurunan Dividen

Pada tahun buku 2008 terdapat 29 perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen. Pada tahun buku 2009 terdapat 29 perusahaan, tahun buku 2010 terdapat 23 perusahaan, tahun buku 2011 terdapat 37 perusahaan.

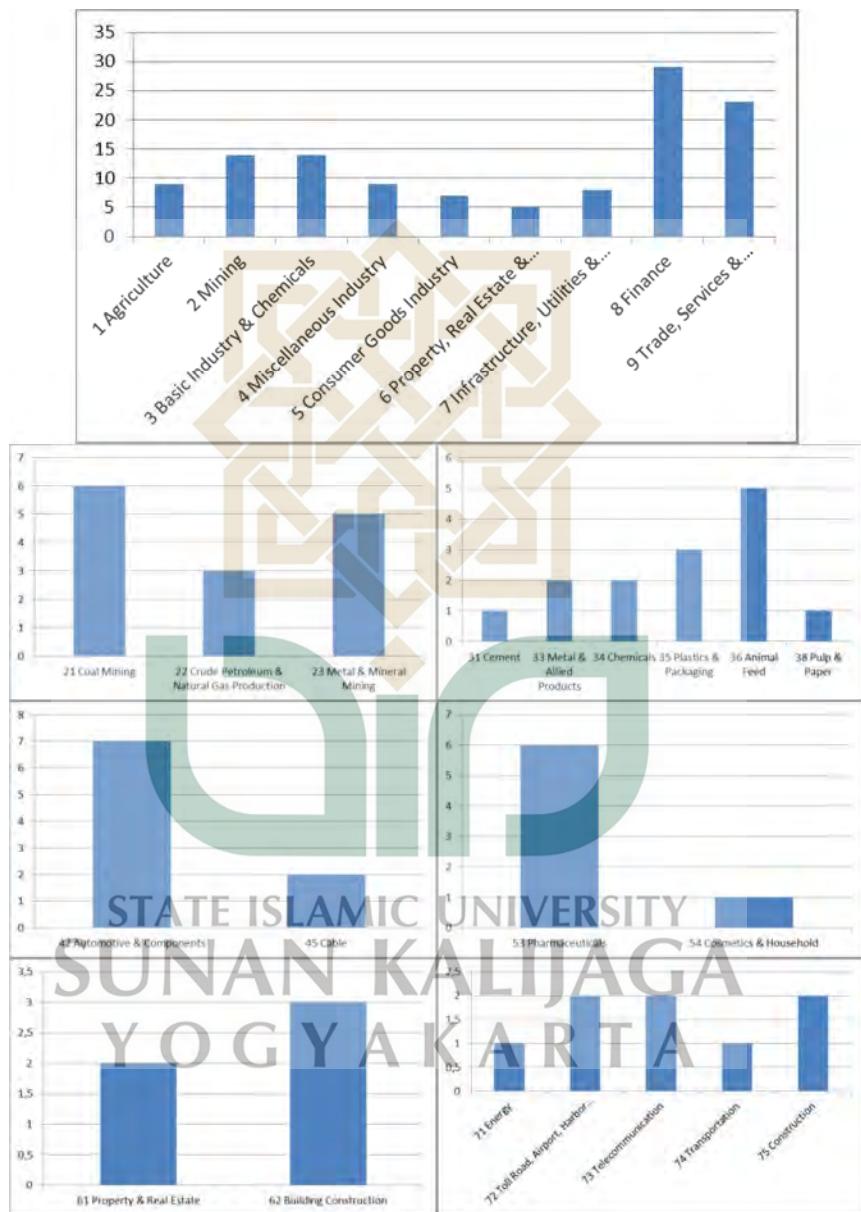


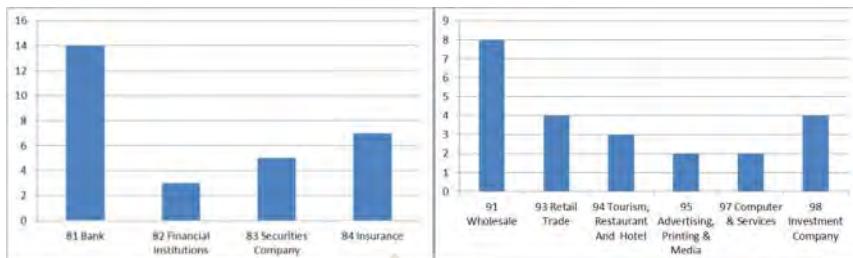
Sumber: Pengolahan data

Gambar 5 Tren Jumlah Peristiwa Pengumuman Penurunan Dividen tahun buku 2008 – 2012

Ada 9 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Agriculture* (9 peristiwa pengumuman subsektor *Plantation*) yang mengumumkan penurunan dividen; 14 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Mining* (6 peristiwa pengumuman subsektor *Coal Mining*, 3 peristiwa pengumuman subsektor *Crude Petroleum & Natural Gas Production* dan 5 peristiwa pengumuman subsektor *Metal & Mineral Mining*); 14 peristiwa pengumuman pada sektor

industri *Basic Industry & Chemicals* (tersebar pada berbagai subsektor); 9 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Miscellaneous Industry* (7 peristiwa pengumuman subsektor *Automotive & Components* dan 2 peristiwa pengumuman subsektor *Cable*); 7 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Consumer Goods Industry* (6 peristiwa pengumuman subsektor *Pharmaceuticals* dan 1 peristiwa pengumuman subsektor *Cosmetics & Household*); 5 perusahaan sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction* (2 peristiwa pengumuman subsektor *Property & Real Estate* dan 3 peristiwa pengumuman subsektor *Building Construction*); 8 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Infrastructure, Utilities & Transportation* (tersebar dalam beberapa subsektor); 29 perusahaan pada subsektor *Finance* (14 peristiwa pengumuman subsektor *Bank*, 3 peristiwa pengumuman subsektor *Finantial Institution*, 5 peristiwa pengumuman subsektor *Securities Company* dan 7 peristiwa pengumuman subsektor *Insurance*); dan 23 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Trade, Services & Investment* (tersebar dalam beberapa subsektor).





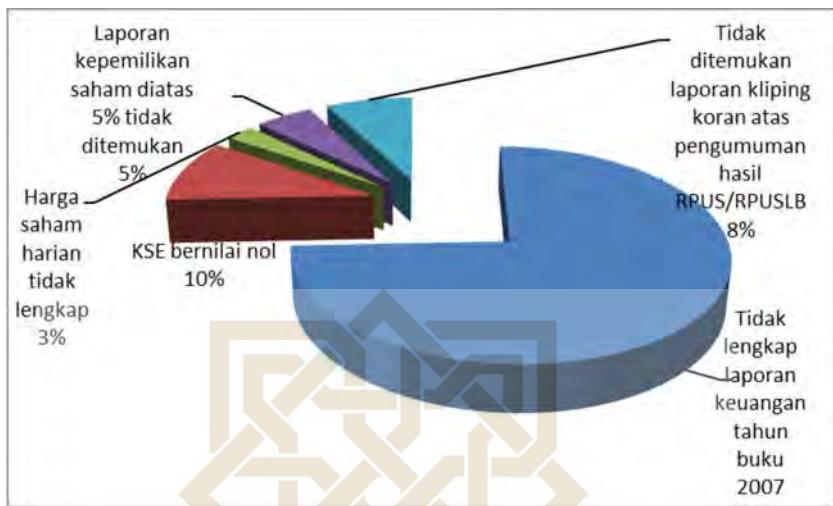
Sumber: Pengolahan data

Gambar 6 Chart Sebaran Sektor Industri dan Sub Sektoranya pada Pengumuman Penurunan Dividen tahun buku 2008-2012

Berdasarkan data ini terlihat bahwa jumlah perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen relatif fluktuatif setiap tahunnya, sehingga bisa dikatakan tidak memiliki tren tertentu. Data ini juga menunjukkan bahwa pada kurun waktu pada tulisan ini seluruh sektor industri tercatat diwakili oleh beberapa perusahaan. Sektor industri terbanyak yang mengumumkan penurunan dividen adalah sektor industri *Finance* dengan 23 pengumuman. Sedangkan sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction* merupakan sektor industri dengan pengumuman penurunan dividen paling sedikit dengan 5 pengumuman.

Setelah melakukan verifikasi kelengkapan data penelitian, terdapat 39 peristiwa pengumuman yang dikeluarkan dari analisa

reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan dividen ini. 29 peristiwa pengumuman dikeluarkan dari analisa ini karena tidak lengkapnya Laporan keuangan pada tahun buku 2007. 3 peristiwa pengumuman karena Tidak ditemukannya Laporan Kliping pengumuman di media massa dan atau yang sejenisnya. 2 peristiwa pengumuman karena Tidak ditemukannya Laporan kepemilikan saham diatas 5% pada bulan periode yang diteliti ketika terjadinya pengumuman. Dan 1 peristiwa pengumuman karena tidak lengkapnya data harga saham harian pada 20 hari periode peristiwa tanggal pengumuman atau 40 hari pada periode estimasi return. Sedangkan, Pool Advista Indonesia (POOL) untuk pengumuman tanggal 18/06/2012; Intraco Penta (INTA) untuk pengumuman tanggal 25/06/2012; Asuransi Jasa Tania (ASJT) untuk pengumuman tanggal 29/06/2012; Lion Metal Works (LION) untuk pengumuman tanggal 21/05/2010; dikeluarkan dari analisis karena Kesalahan Standar Estimasinya bernilai 0 (nol).



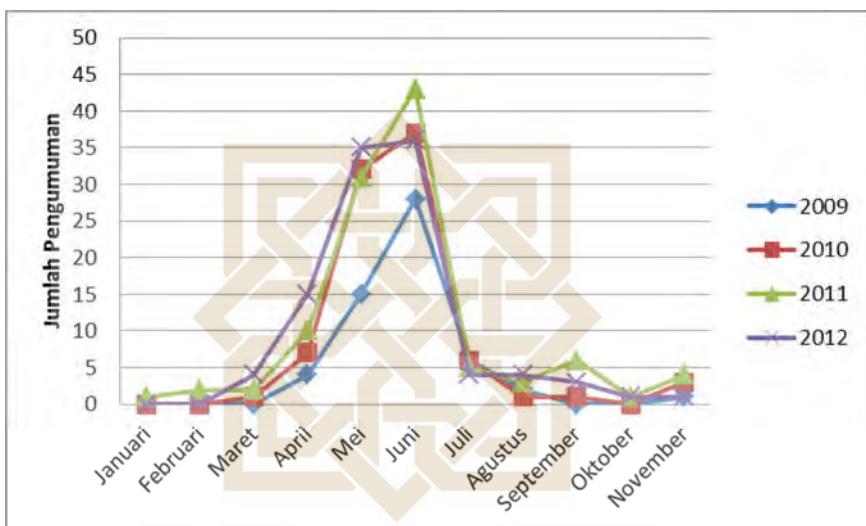
Sumber: Pengolahan data

Gambar 7 Distribusi Peristiwa yang Dikeluarkan dari Analisis Peristiwa Pengumuman Penurunan Dividen

3. Perusahaan Yang Mengumumkan Kenaikan Dividen

Pengumuman kenaikan dividen perusahaan tercatat sebanyak 187 perusahaan. Rata – rata emiten mengumumkan kenaikan dividen adalah pada bulan Juni. Terlihat dari data tahun 2009 ada 28 perusahaan yang melakukan pengumuman kenaikan dividen pada bulan juni, sedangkan pada tahun 2010 37 perusahaan, tahun 2011 43 perusahaan dan tahun 2012 36 perusahaan. Alternatif pilihan lain dari emiten adalah pada bulan Mei, hal ini bisa dilihat dari data tahun 2009 15 perusahaan, tahun

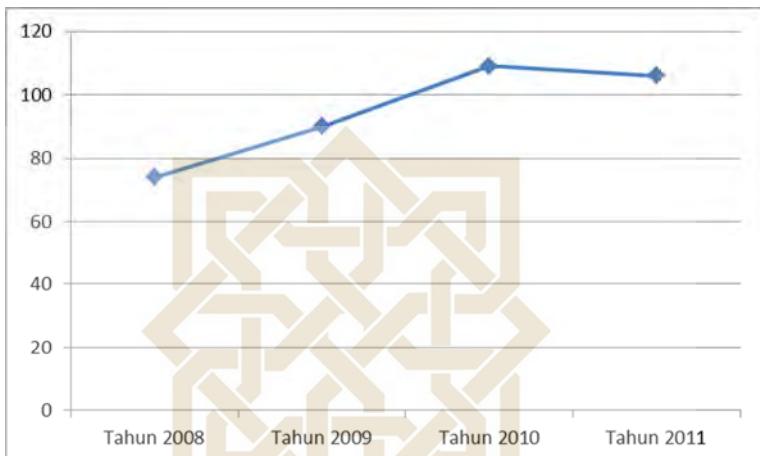
2010 32 perusahaan, tahun 2011 31 perusahaan dan tahun 2012 35 perusahaan.



Sumber: Pengolahan data

Gambar 8 Tren Bulan Pilihan Emiten Untuk Pengumuman Kenaikan Dividen

Pada tahun buku 2008 terdapat 74 perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen. Pada tahun buku 2009 terdapat 90 perusahaan, tahun buku 2010 terdapat 109 perusahaan, tahun buku 2011 terdapat 106 perusahaan.

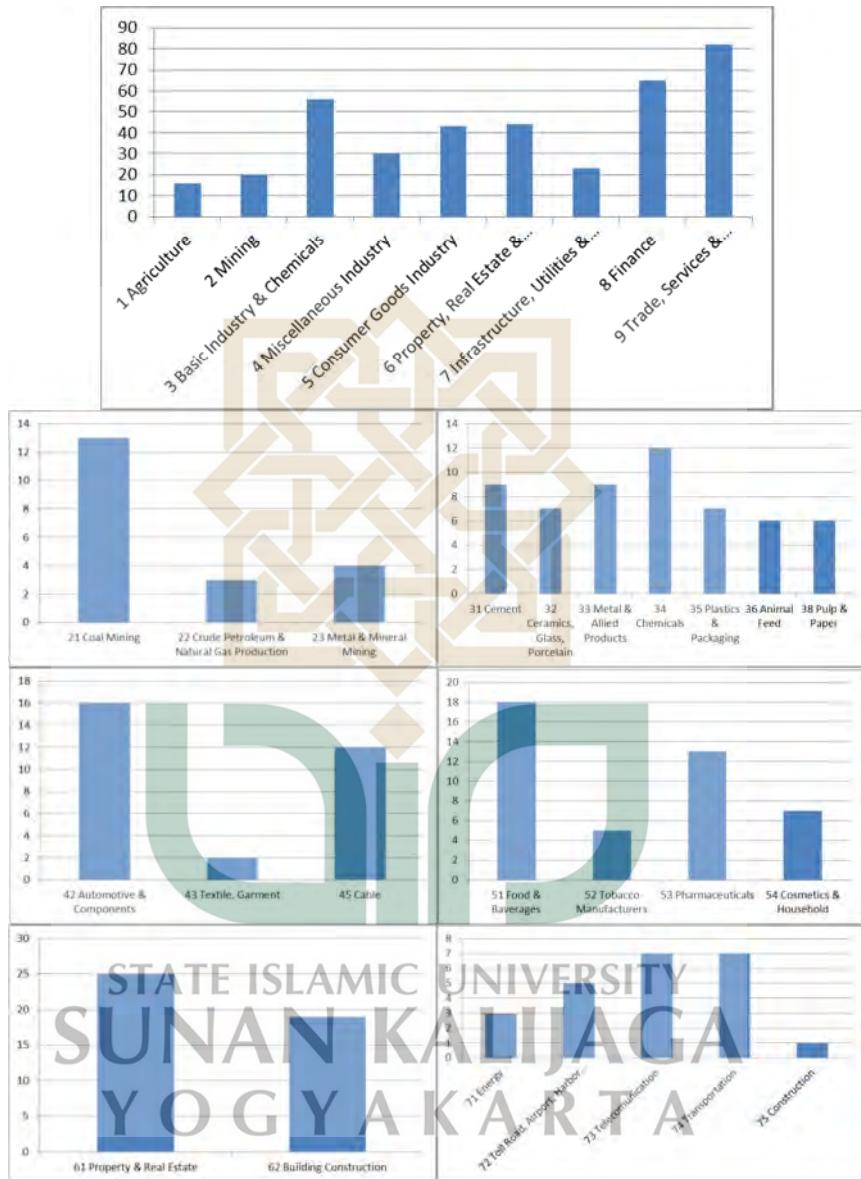


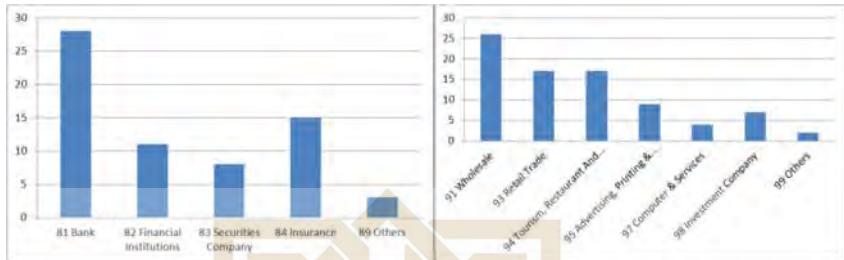
Sumber: Pengolahan data

Gambar 9 Tren Jumlah Peristiwa Pengumuman Kenaikan Dividen tahun buku 2008 – 2012

Ada 16 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Agriculture* (12 peristiwa pengumuman subsektor *Plantation*) yang mengumumkan kenaikan dividen; 20 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Mining* (13 peristiwa pengumuman subsektor *Coal Mining*, 3 peristiwa pengumuman subsektor *Crude Petroleum & Natural Gas Production* dan 4 peristiwa pengumuman subsektor *Metal & Mineral Mining*); 56 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Basic Industry & Chemicals* (tersebar pada berbagai

subsektor); 30 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Miscellaneous Industry* (16 peristiwa pengumuman subsektor *Automotive & Components*, 2 perusahaan sub sektor *Textil, Garment* dan 12 peristiwa pengumuman subsektor *Cable*); 43 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Consumer Goods Industry* (tersebar pada berbagai subsektor); 44 perusahaan sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction* (25 peristiwa pengumuman subsektor *Property & Real Estate* dan 19 peristiwa pengumuman subsektor *Building Construction*); 23 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Infrastructure, Utilities & Transportation* (tersebar dalam beberapa subsektor); 65 perusahaan pada subsektor *Finance* (28 peristiwa pengumuman subsektor *Bank*, 11 peristiwa pengumuman subsektor *Finantial Institution*, 8 peristiwa pengumuman subsektor *Securities Company*, 15 peristiwa pengumuman subsektor *Insurance* dan sisanya di subsektor *Others*); dan 82 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Trade, Services & Investment* (tersebar dalam beberapa subsektor).





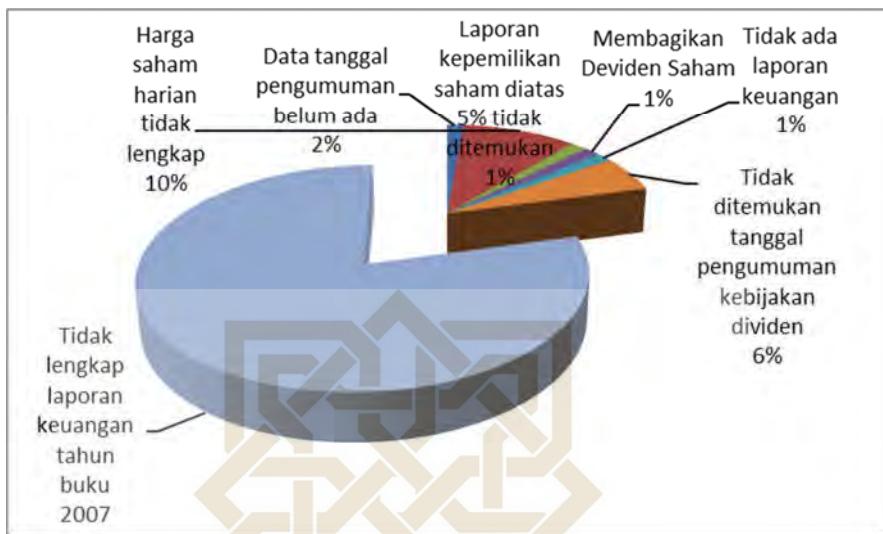
Sumber: Pengolahan data

Gambar 10 Chart Sebaran Sektor Industri dan Sub Sektornya pada Pengumuman Kenaikan Dividen tahun buku 2008-2012

Berdasarkan data ini terlihat bahwa jumlah perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen relatif meningkat setiap tahunnya, sehingga bisa dikatakan memiliki tren peningkatan jumlah perusahaan yang mengumumkan kebijakan kenaikan dividennya. Data ini juga menunjukkan bahwa pada kurun waktu pada tulisan ini seluruh sektor industri tercatat diwakili oleh beberapa perusahaan. Sektor industri terbanyak yang mengumumkan kenaikan dividen adalah sektor industri *Trade, Services & Investment* dengan 82 pengumuman. Sedangkan sektor industri *Agriculture* merupakan sektor industri dengan pengumuman kenaikan dividen paling sedikit dengan 16 pengumuman.

Setelah melakukan verifikasi kelengkapan data penelitian, terdapat 87 peristiwa pengumuman yang dikeluarkan dari analisa reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dividen ini. 1 peristiwa pengumuman dikeluarkan dari analisa ini karena Data tanggal pengumuman belum ada. 7 peristiwa pengumuman karena Harga saham harian tidak lengkap. 1 peristiwa pengumuman karena Laporan kepemilikan saham diatas 5% tidak ditemukan. 1 peristiwa pengumuman karena Membagikan Deviden Saham. 1 peristiwa pengumuman karena Tidak ada laporan keuangan. 4 peristiwa pengumuman karena Tidak ditemukan tanggal pengumuman kebijakan dividen. 15 peristiwa pengumuman karena memiliki nilai Kesalahan Standar Estimasi sekuritas nya “0”. Dan, 57 peristiwa pengumuman karena Tidak lengkap laporan keuangan tahun buku 2007.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA



Sumber: Pengolahan data

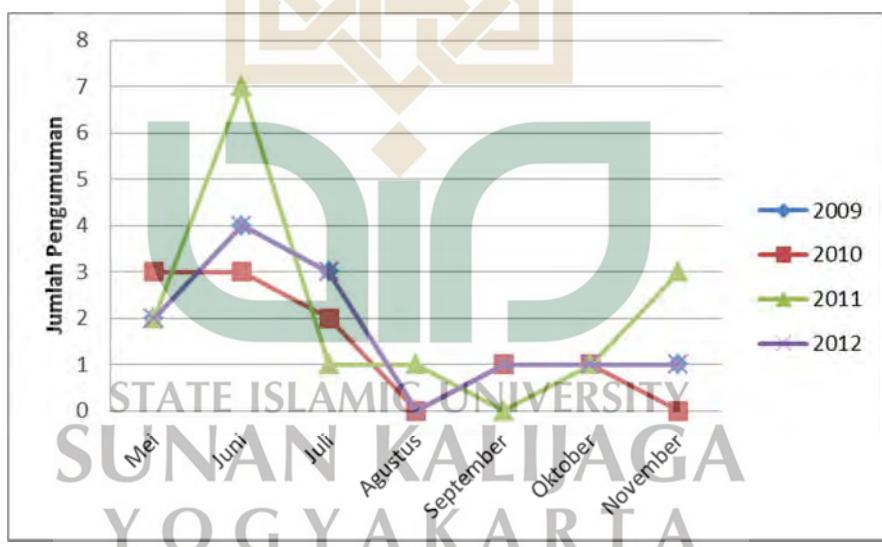
Gambar 11 Distribusi Peristiwa yang Dikeluarkan dari Analisis Peristiwa Pengumuman Kenaikan Dividen

4. Perusahaan Yang Mengumumkan Dividen Tetap

Pengumuman kebijakan dividen tetap tercatat sebanyak 39

perusahaan. Rata – rata emiten mengumumkan dividen tetap adalah pada bulan pada bulan Juni. Terlihat dari data tahun 2009 ada 4 perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tetap pada bulan juni, sedangkan pada tahun 2010 3 perusahaan, tahun 2011 7 perusahaan dan tahun 2012 4 perusahaan. Alternatif pilihan lain dari emiten adalah pada bulan Mei, hal ini bisa dilihat dari data tahun 2009 2 perusahaan, tahun 2010 3 perusahaan, tahun

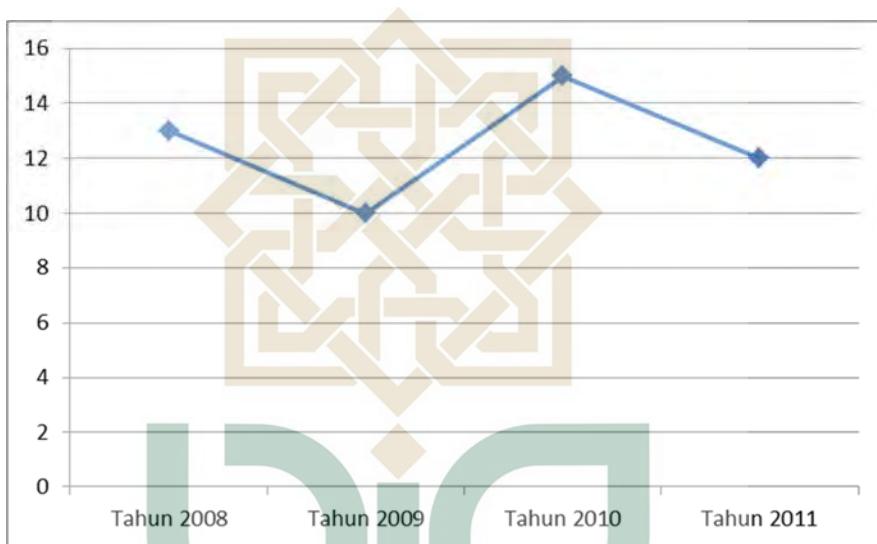
2011 2 perusahaan dan tahun 2012 2 perusahaan. Yang berbeda dari peristiwa pengumuman dividen sebelumnya adalah pada pengumuman dividen tetap terdapat tren pengumuman pada bulan juli dengan jumlah 9 pengumuman (sama dengan jumlah pengumuman pada bulan Mei). Pada tahun 2009 terdapat 3 perusahaan yang mengumumkan pengumuman dividen tetap pada bulan juli, tahun 2010 2 perusahaan, tahun 2011 1 perusahaan dan tahun 2012 3 perusahaan.



Sumber: Pengolahan data

Gambar 12 Tren Bulan Pilihan Emiten Untuk Pengumuman Dividen Tetap

Pada tahun buku 2008 terdapat 13 perusahaan yang mengumumkan dividen tetap. Pada tahun buku 2009 terdapat 10 perusahaan, tahun buku 2010 terdapat 15 perusahaan, tahun buku 2011 terdapat 12 perusahaan.

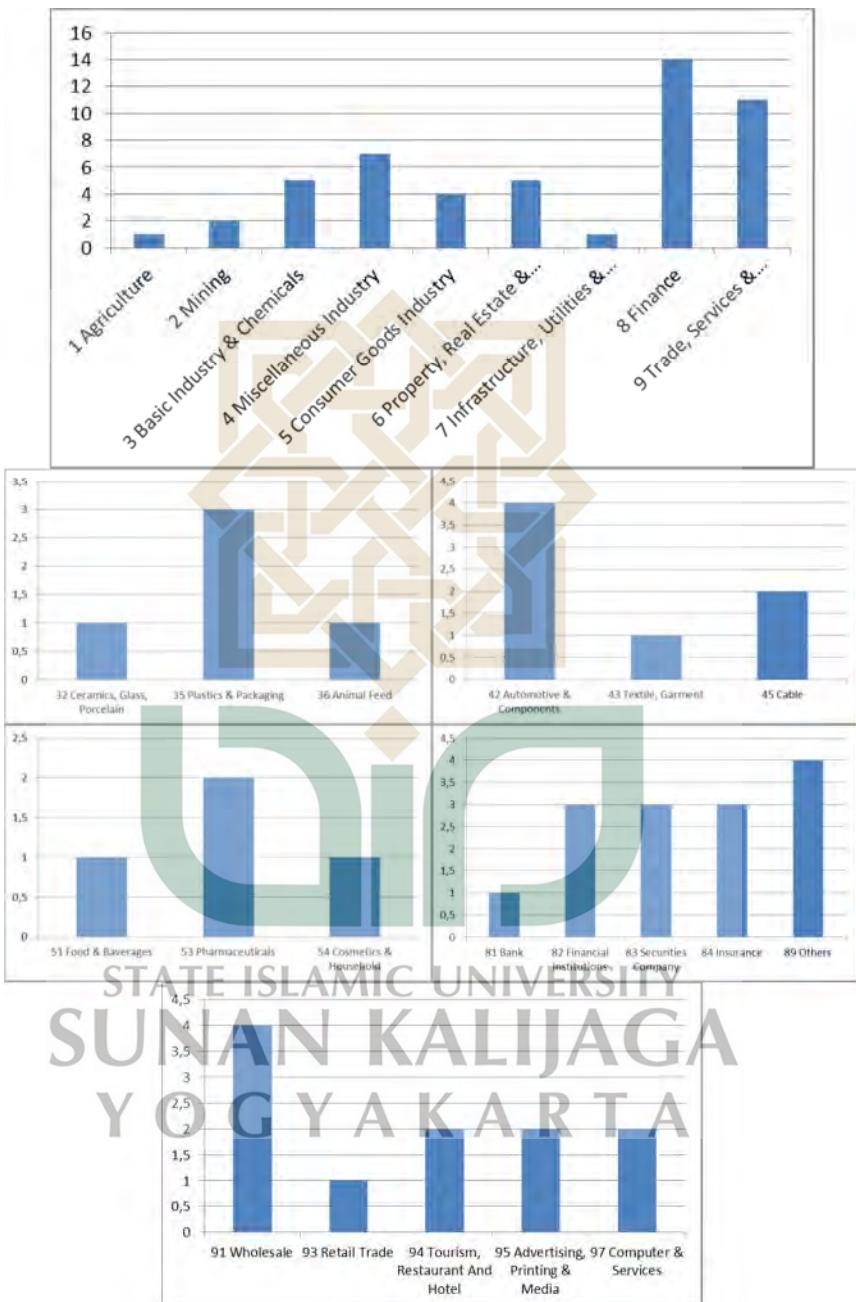


Sumber: Pengolahan data

Gambar 13 Tren Jumlah Peristiwa Pengumuman Kebijakan Dividen Tetap pada tahun buku 2008–2012

Ada 1 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Agriculture* (11 peristiwa pengumuman subsektor *Crops*) yang mengumumkan kebijakan dividen tetap; 2 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Mining* (2 peristiwa pengumuman subsektor *Crude Petroleum & Natural Gas Production*); 5 peristiwa

pengumuman pada sektor industri *Basic Industry & Chemicals* (masing – masing 1 pada subsektor *Ceramics, Glass, Porcelain* dan *Animal Feed* serta 3 pada subsektor *Plastics & Packaging*); 7 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Miscellaneous Industry* (4 peristiwa pengumuman subsektor *Automotive & Components*, 1 subsektor *Textile, Garment* dan 2 peristiwa pengumuman subsektor *Cable*); 4 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Consumer Goods Industry* (masing – masing 1 peristiwa pengumuman subsektor *Food & Beverages* dan *Cosmetics & Household* serta 2 peristiwa pengumuman subsektor *Pharmaceuticals*); 5 perusahaan sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction* (5 peristiwa pengumuman subsektor *Property & Real Estate*); 1 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Infrastructure, Utilities & Transportation* (1 perusahaan pada subsektor *Transportation*); 14 perusahaan pada subsektor *Finance* (tersebar dalam beberapa subsektor); dan 11 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Trade, Services & Investment* (tersebar dalam beberapa subsektor)



Sumber: Pengolahan data

Gambar 14 Chart Sebaran Sektor Industri dan Sub Sektornya pada Pengumuman Kebijakan Dividen Tetap tahun buku 2008-2012

Berdasarkan data ini terlihat bahwa jumlah perusahaan yang mengumumkan dividen tetap relatif fluktuatif setiap tahunnya, sehingga bisa dikatakan tidak memiliki tren tertentu. Data ini juga menunjukkan bahwa pada kurun waktu pada tulisan ini seluruh sektor industri tercatat diwakili oleh beberapa perusahaan. Sektor industri terbanyak yang mengumumkan dividen tetap adalah sektor industri *Finance* dengan 14 pengumuman. Sedangkan sektor industri *Agriculture* dan sektor industri *Infrastructure, Utilities & Transportation* merupakan sektor industri dengan pengumuman kebijakan dividen tetap paling sedikit dengan 1 pengumuman.

Setelah melakukan verifikasi kelengkapan data penelitian, terdapat 54 peristiwa pengumuman yang dikeluarkan dari analisa reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan dividen tetap ini. 1 peristiwa pengumuman dikeluarkan dari analisa ini karena Tidak lengkap laporan keuangan tahun buku 2009, Martina Berto (MBTO). 12 peristiwa pengumuman karena Tidak lengkap laporan keuangan tahun buku 2007, yaitu perusahaan : Radian Utama Interinsco (RUIS); Indospring (INDS); Supreme Cable Manufacturing & Commerce (SCCO); Darya Varia Laboratoria

(DVLA); Gowa Makassar Tourism Development (GMTD); Buana Finance (BBLD); Panin Sekuritas (PANS); Asuransi Bina Dana Arta (ABDA); Maskapai Reasuransi Indonesia (MREI); Multi Indocitra (MICE); Ramayana Lestari Sentosa (RALS); dan Media Nusantara Citra (MNCN). Kedua belas peristiwa pengumuman ini untuk tahun buku 2008. Sedangkan, Pudjiadi & Sons (PNSE); Gowa Makassar Tourism Development (GMTD) tahun buku 2010 dan 2011; dan Sekar Laut (SKLT), dikeluarkan karena nilai Kesalahan Standar Estimasinya “0”.

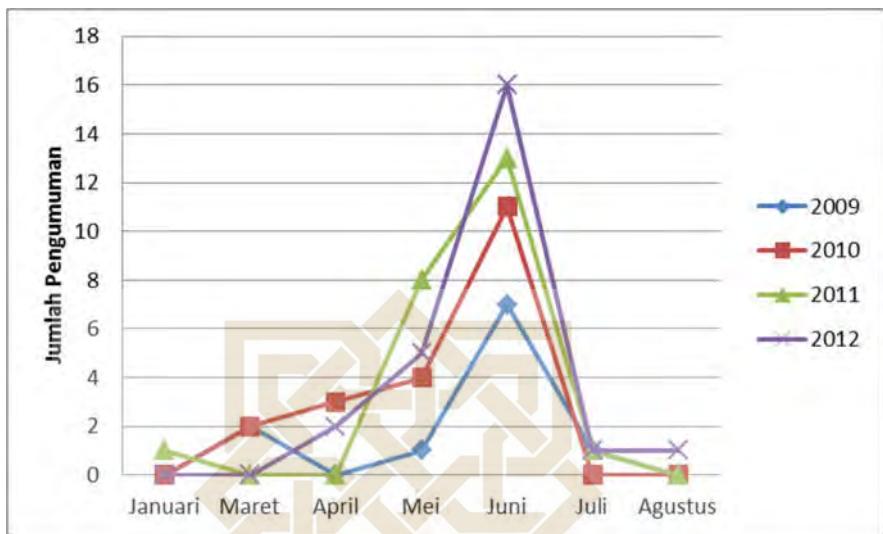
5. Perusahaan Yang Mengumumkan Tidak Membagikan Dividen

Pada pengumuman tidak membagikan dividen ini, ditemukan bahwa terdapat 16 perusahaan yang tidak singkron antara Laporan kinerja keuangan perusahaan (sebagai bahan data klasifikasi awal) dengan Laporan pengumuman hasil RPUS/ Kebijakan dividen di media. Sehingga diputuskan untuk dikeluarkan terlebih dahulu dari analisa peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen ini. Karena akan berimbang pada analisa selanjutnya dalam memahami karakteristik perusahaan tersebut.

Data perusahaan yang dikeluarkan melalui Laporan kliping koran diketahui ternyata membagikan dividen (bertolak belakang dengan seperti yang di laporkan Laporan kinerja perusahaan).

Pengumuman kebijakan tidak membagikan dividen tercatat sebanyak 67 perusahaan. Rata – rata emiten mengumumkan tidak membagikan dividen adalah pada bulan pada bulan Juni. Terlihat dari data tahun 2009 ada 7 perusahaan yang melakukan pengumuman tidak membagikan dividen pada bulan juni, sedangkan pada tahun 2010 11 perusahaan, tahun 2011 13 perusahaan dan tahun 2012 16 perusahaan. Alternatif pilihan lain dari emiten adalah pada bulan Mei, hal ini bisa dilihat dari data tahun 2009 1 perusahaan, tahun 2010 4 perusahaan, tahun 2011 8 perusahaan dan tahun 2012 5 perusahaan.

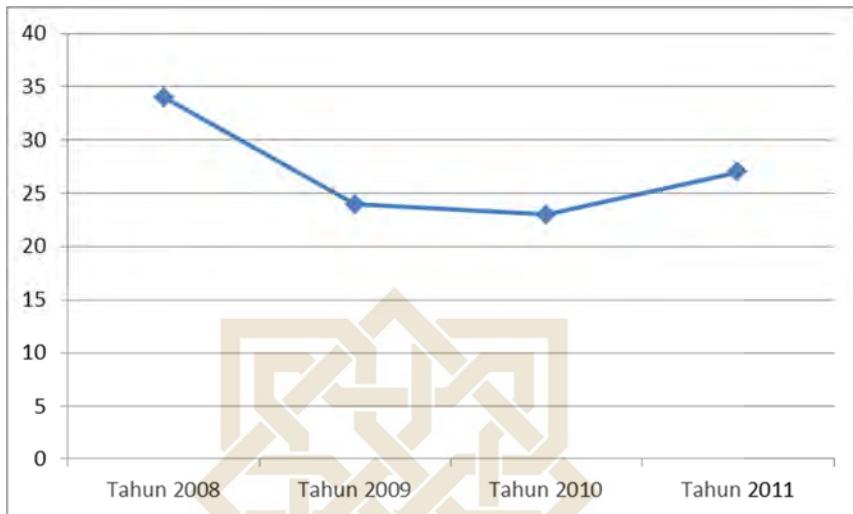
STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA



Sumber: Pengolahan data

Gambar 15 Tren Bulan Pilihan Emiten Untuk Pengumuman Dividen Tetap

Pada tahun buku 2008 terdapat 34 perusahaan yang mengumumkan tidak membagikan dividen. Pada tahun buku 2009 terdapat 24 perusahaan, tahun buku 2010 terdapat 23 perusahaan, tahun buku 2011 terdapat 27 perusahaan.

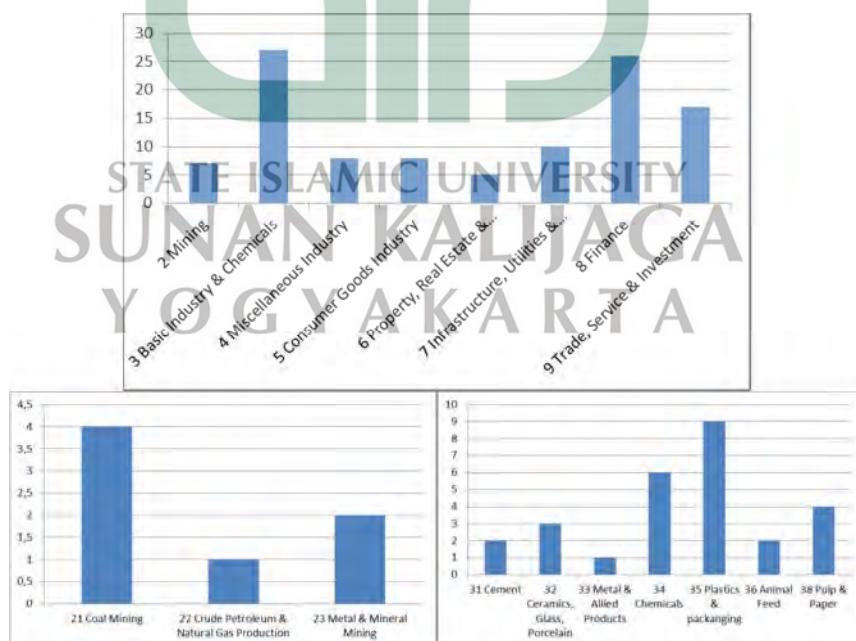


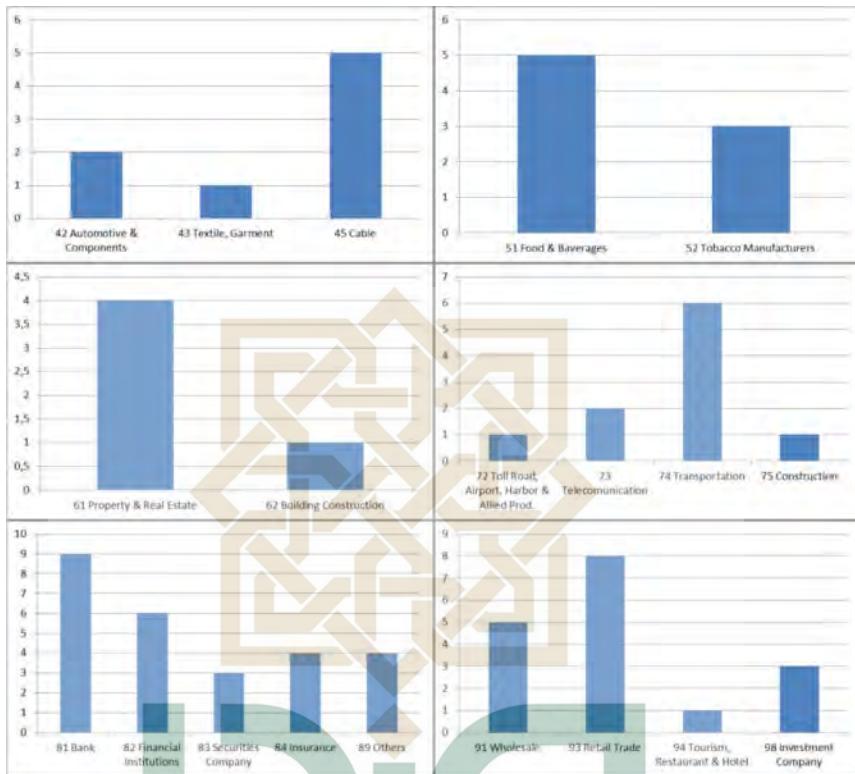
Sumber: Pengolahan data

Gambar 16 Tren Jumlah Peristiwa Pengumuman Kebijakan Tidak Membagikan Dividen pada tahun buku 2008 – 2012

Ada 7 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Mining* (4 peristiwa pengumuman subsektor *Coal Mining*, 1 subsektor *Crude Petroleum & Natural Gas Production* dan 2 subsektor *Metal & Mineral Mining*) yang mengumumkan kebijakan tidak membagikan dividen; 27 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Basic Industry & Chemicals* (tersebar dalam beberapa subsektor); 8 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Miscellaneous Industry* (2 peristiwa pengumuman subsektor *Automotive & Components*, 1 subsektor *Textile, Garment* dan 5 peristiwa pengumuman subsektor *Cable*); 8 peristiwa

pengumuman pada sektor industri *Consumer Goods Industry* (5 peristiwa pengumuman subsektor *Food & Beverages* dan 3 subsektor *Tobacco Manufacturers*); 5 perusahaan sektor industri *Property, Real Estate & Building Construction* (4 peristiwa pengumuman subsektor *Property & Real Estate* dan 1 subsektor *Building Construction*); 10 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Infrastructure, Utilities & Transportation* ((tersebar dalam beberapa subsektor); 26 perusahaan pada subsektor *Finance* (tersebar dalam beberapa subsektor); dan 17 peristiwa pengumuman pada sektor industri *Trade, Services & Investment* (tersebar dalam beberapa subsektor).





Sumber: Pengolahan data

Gambar 17 Chart Sebaran Sektor Industri dan Sub Sektornya pada Pengumuman Kebijakan Dividen Tetap tahun buku 2008-2012

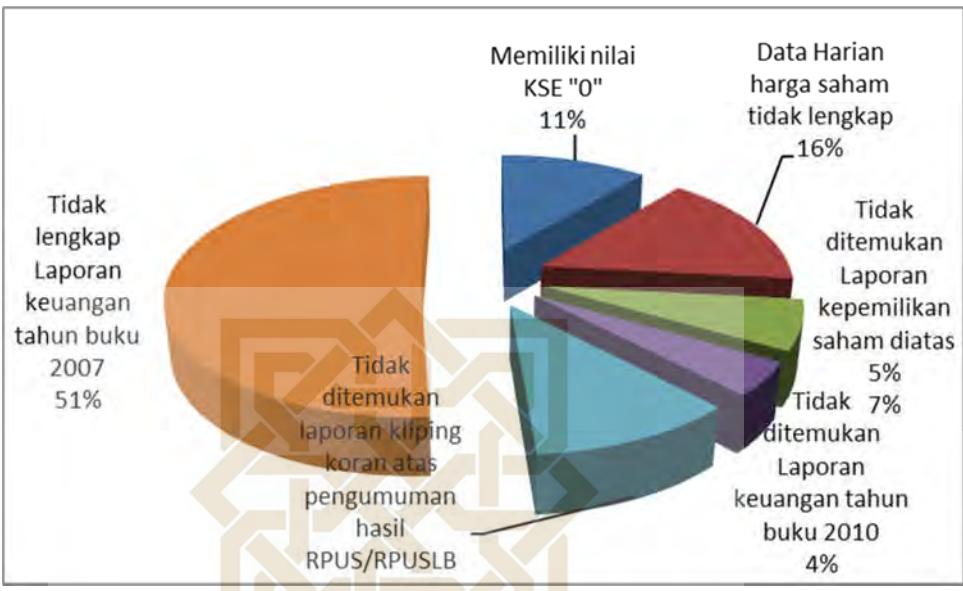
STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
 YOGYAKARTA

Berdasarkan data ini terlihat bahwa jumlah perusahaan yang mengumumkan kebijakan tidak membagikan dividen relatif menurun, tetapi data juga menunjukkan kenaikan pada tahun terakhir. Data ini juga menunjukkan bahwa pada kurun waktu pada tulisan ini sektor industri *Agriculture*, tidak ada satupun yang mengumumkan kebijakan tidak membagikan dividen. Sektor

industri terbanyak yang mengumumkan tidak membagikan dividen adalah sektor industri *Basic Industry & Chemicals* dengan 27 pengumuman.

Setelah melakukan verifikasi kelengkapan data penelitian, terdapat 45 peristiwa pengumuman yang dikeluarkan dari analisa reaksi pasar terhadap pengumuman tidak membagikan dividen ini. 7 peristiwa pengumuman dikeluarkan dari analisa ini karena Data Harian harga saham tidak lengkap. 3 peristiwa pengumuman karena Tidak ditemukan Laporan kepemilikan saham diatas 5%. 2 peristiwa pengumuman karena Tidak ditemukan Laporan keuangan tahun buku 2010. 5 peristiwa pengumuman karena

Tidak ditemukan laporan kliping koran atas pengumuman hasil RPUS. 23 peristiwa pengumuman karena Tidak lengkap Laporan keuangan tahun buku 2007. 5 peristiwa pengumuman karena memiliki nilai KSE “0”



Sumber: Pengolahan data

Gambar 18 Distribusi Peristiwa yang Dikeluarkan dari Analisis Peristiwa Pengumuman Tidak Membagikan Dividen



BAB XII

PERUSAHAAN YANG MENGUMUMKAN DIVIDEN

A. Gambaran Umum

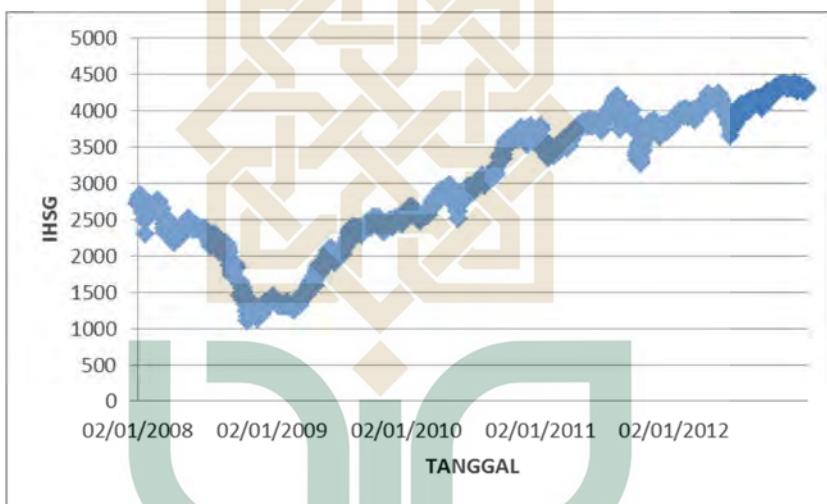
Berdasarkan klasifikasi yang telah dibuat sebelumnya mengenai kelompok perusahaan berdasarkan fluktuasi pembayaran dividen, tampak bahwa indikasi Fama dan French (2000: WP. 509) tentang kecenderungan penurunan jumlah perusahaan di Bursa saham NYSE, AMEX, dan NASDAQ dalam masa pengamatan 20 tahun 78-98 bertolak belakang dengan hasil analisa kebijakan dividen pada tulisan ini. Fama dan French mengatakan bahwa kecenderungan penurunan ini terjadi karena perubahan karakteristik perusahaan yang meliputi *size*, *earning* dan ratio *large investment relativ to earning*. Dimana meningkatnya kemungkinan investasi (Fama dan French, 2000:26), yang bisa dilihat dari data perusahaan yang membagikan dividen pada tahun ke t , $-t$ dan mulai sejak t . Sehingga untuk kasus kebijakan dividen di Indonesia, penting untuk memberikan gambaran yang jelas tentang perusahaan – perusahaan yang mengumumkan kebijakan dividennya pada

kurun waktu 2008 – 2012 (setelah melalui verifikasi kualifikasi dan kelengkapan data untuk kepentingan penelitian), agar mendapat pemahaman yang cukup mengenai perusahaan yang diklasifikasikan dalam perusahaan yang membagikan pertama kalinya, penurunan, kenaikan, tetap dan tidak membagikan dividen sebanyak 208 perusahaan.

B. Analisa Studi Peristiwa Pengumuman Kebijakan Dividen

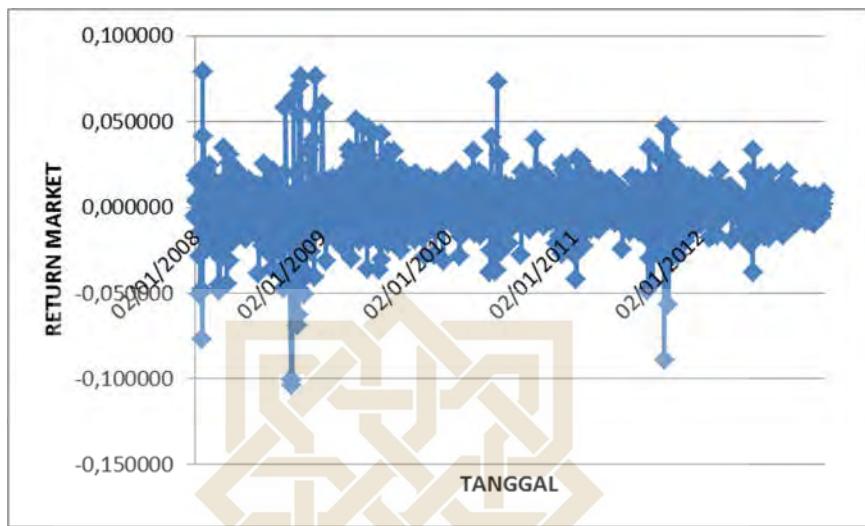
Pada tahap ini akan dianalisa reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan dividen yang diumumkan di media massa oleh perusahaan yang bersangkutan. Pada Studi peristiwa ini, model estimasi yang dipergunakan adalah model pasar sehingga market return akan dijadikan variabel independen terhadap estimasi return harga saham. Market return selama periode pengamatan relatif berfluktuasi. Market return yang bernilai negatif mengindikasikan bahwa situasi perdagangan di bursa efek cenderung tidak atraktif, sedangkan market return yang bernilai positif mengindikasikan bahwa situasi perdagangan di bursa efek periode tersebut atraktif.

Selanjutnya dari data IHSG ini, ditentukan market return. Market return merupakan perbandingan antara selisih return IHSGt dengan IHSGt dengan IHSGt-1. Data market return tahun buku 2009 – 2012, yang dapat dilihat pada Lampiran 2.1 secara ringkas bisa dilihat pada Gambar 20.



Gambar 19 IHSG Tahun Buku 2009 – 2012

IHSG meliputi pergerakan-pergerakan harga untuk saham biasa dan saham preferen. IHSG mulai dikenalkan pertama kali pada 1 April 1983 dengan menggunakan landasan dasar (baseline) pada 10 Agustus 1982. Dengan demikian IHSG dipahami sebagai angka yang menunjukkan situasi pasar modal atau peristiwa uang yang terjadi di pasar modal dalam situasi yang berbeda dari waktu ke waktu dan dapat digunakan sebagai alat analisis.



Sumber: Pengolahan data

Gambar 20 Return Market Tahun Buku 2009 – 2012

Selama periode pengamatan (2008 – 2012) nilai IHSG mengalami penurunan drastis pada akhir 2008. IHSG mengalami penurunan disebabkan oleh krisis ekonomi global yang mengakibatkan indeks saham seluruh pasar modal dunia merosot tajam.

Tabel 4 Descriptive Statistics IHSG 2008-2012

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
2012	244	3654,58	4375,17	4103,0913	158,26426
2011	247	3269,45	4193,44	3727,7635	187,66469
2010	245	2475,57	3786,10	3057,0466	398,09585
2009	243	1256,11	2534,36	1980,5582	451,87683
2008	242	1111,39	2830,26	2100,3905	495,38428

Sumber: Pengolahan data

Meskipun sempat mengalami penurunan pada akhir 2008, IHSG kembali mengalami kenaikan pada 2009 hingga 2012. Perkembangan IHSG dari tahun ke tahun yang mengalami kenaikan signifikan menunjukkan minat masyarakat dalam investasi juga meningkat, hal ini dikarenakan masyarakat mempunyai pandangan ke depan, tidak hanya memikirkan yang apa dia dapat sekarang, namun masyarakat lebih memikirkan prediksi ke depan.

Penguatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) akhir-akhir ini dipicu baik oleh sentimen eksternal maupun faktor internal-domestik. Sentimen positif eksternal didorong oleh menguatnya pasar modal Eropa dan Amerika Serikat. Saham-saham di Wall Street bergerak naik sebagai respons sentimen publikasi menguatnya sektor manufaktur dan data konsumen. Selain itu, stabilitas makro ekonomi dan tumbuhnya ekonomi Indonesia juga menjadi faktor penarik bagi investor global di tengah semakin terbatasnya negara tujuan investasi. Kondisi ini membuat pasar modal di Indonesia terus menguat dengan semakin besarnya likuiditas di lantai bursa Tahun 2012, pertumbuhan kapitalisasi pasar modal Indonesia meningkat 15,69 persen dari Rp 3.537,29 triliun pada akhir 2011 menjadi Rp 4.092,23 triliun per 27

Desember 2012. Sementara itu, kontribusi pasar modal terhadap sektor riil di periode yang sama Rp 315 triliun atau naik 51 persen dibandingkan dengan tahun lalu sebesar Rp 209 triliun. Kontribusi itu diperoleh dari penerbitan saham Rp 30 triliun dan obligasi sekitar Rp 76 triliun sehingga total modal yang disalurkan untuk keperluan ekspansi korporasi mencapai Rp 106 triliun. Sementara itu, *fund raising* untuk pemerintah mencapai Rp 209 triliun guna mendanai proyek pembangunan jalan, jembatan, dan lain-lain. (Kompas/6 Maret 2013)

C. Menguji Teori Signaling pada Kebijakan Dividen

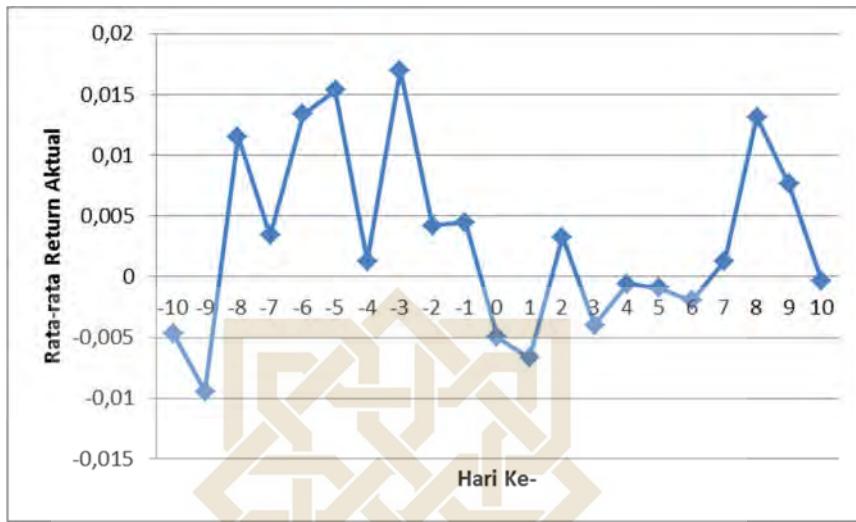
Setelah proses identifikasi kualifikasi jenis peristiwa pengumuman, dan dilanjutkan dengan proses verifikasi kelengkapan data. Pada tahap selanjutnya adalah menentukan periode estimasi dan periode jendela. Pada lampiran 2 terdapat tabel Data Return harian saham individual dan saham pasar untuk periode estimasi. Serta Lampiran yang menujukkan Data Return harian saham Individual dan saham pasar untuk periode jendela. Kedua lampiran ini berguna untuk mendapatkan persamaan model pasar.

1. Return Aktual

a. Return aktual pada pengumuman dividen pertama kalinya

Return Aktual harga saham pada peristiwa pengumuman dividen pertama kalinya didapatkan dengan cara menghitung selisih return aktual saham hari ini (RA_t) dan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}) dibagi dengan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}). Data Return Aktual pada peristiwa pengumuman dividen untuk pertama kalinya ini didapat dari 43 saham yang diteliti. Periode estimasi diambil dari data return saham 50 hari sebelum periode jendela ($t-50$). Sedangkan periode jendela ditentukan sebanyak 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman dividen untuk yang pertama kalinya di media masa. Sehingga didapatkan Data return harian individual periode estimasi dan periode jendela.

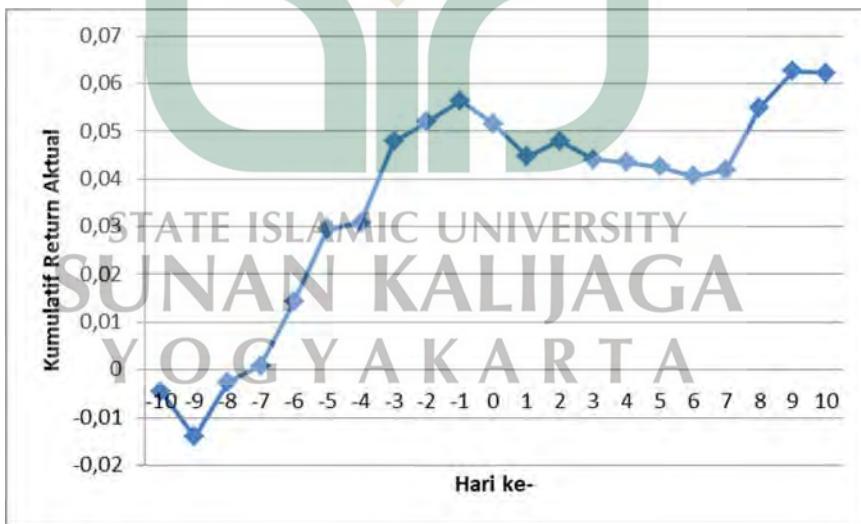
Hasil analisis data pada peristiwa pengumuman dividen untuk yang pertama kalinya ini menunjukkan rata-rata Return Aktual :



Sumber: Pengolahan data

Gambar 21 Rata-rata Return Aktual Pengumuman Dividen Pertama kalinya

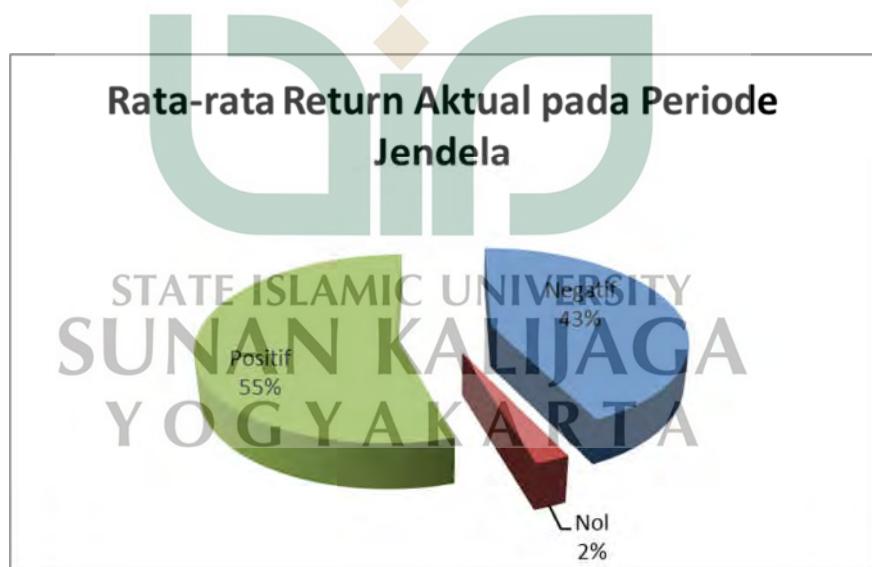
Dengan kumulatif Return Aktual sebagai berikut:

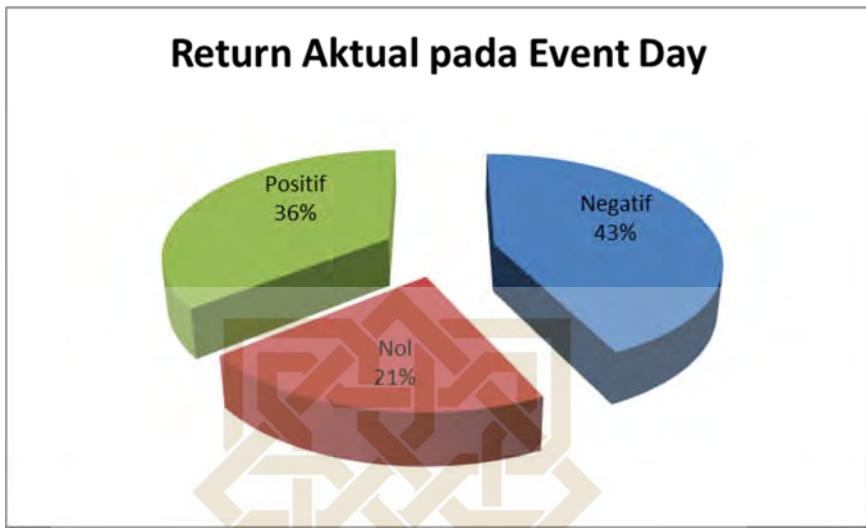


Sumber: Pengolahan data

Gambar 22 Kumulatif Return Aktual Pengumuman Dividen Pertama kalinya

Dari 42 sampel penelitian terdapat 18 emiten yang mempunyai rata-rata return aktual saham negatif selama periode jendela. Sedangkan yang mempunyai rata-rata Return Aktual saham positif sebanyak 23 emiten. Dan yang mempunyai rata-rata return aktual nol terdapat 1 emiten. Pada waktu terjadinya *event day* terdapat 18 emiten yang mempunyai Return Aktual saham negatif sedangkan yang mempunyai return aktual positif sebanyak 15 emiten. Dan sisanya 9 emiten memiliki return saham nol pada saat terjadinya *event day*.





Sumber: Pengolahan data

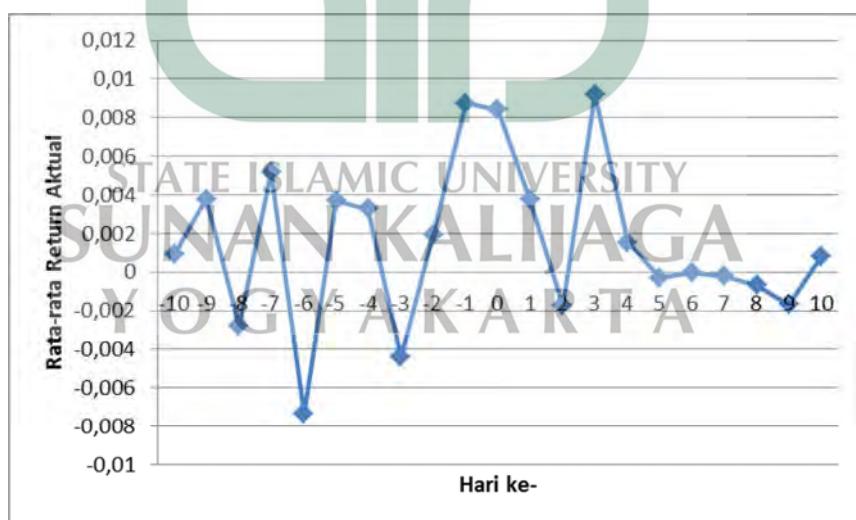
Gambar 23 Proporsi Return Aktual pada Pengumuman Dividen Pertama kalinya

Nilai negatif pada return aktual mengindikasikan terjadinya penurunan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan kekecewaan investor karena *dividend yield* tidak sebesar yang diharapkan. Sedangkan nilai positif pada return aktual mengindikasikan terjadinya kenaikan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan apresiasi yang baik dari investor terhadap *dividend yield* yang diberikan emiten.

b. Return Aktual Pengumuman Penurunan Dividen

Data Return Aktual pada peristiwa pengumuman penurunan dividen ini didapat dari 79 saham yang diteliti. Periode estimasi diambil dari data return saham 50 hari sebelum periode jendela ($t-50$). Sedangkan periode jendela ditentukan sebanyak 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman penurunan dividen di media massa. Sehingga didapatkan Data return harian individual periode estimasi dan periode jendela.

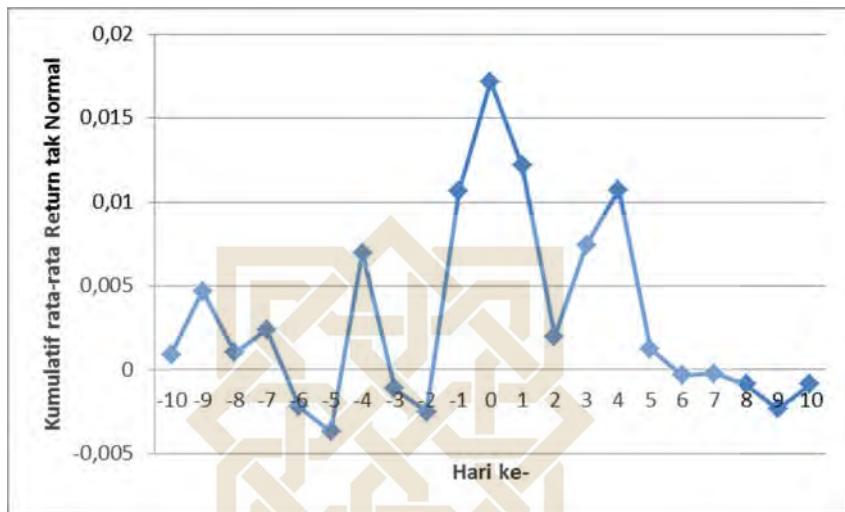
Hasil analisis data pada peristiwa pengumuman penurunan dividen ini menunjukkan rata-rata Return Aktual :



Sumber: Pengolahan data

Gambar 24 Rata-rata Return Aktual Pengumuman Penurunan Dividen

Dengan kumulatif Return Aktual sebagai berikut:

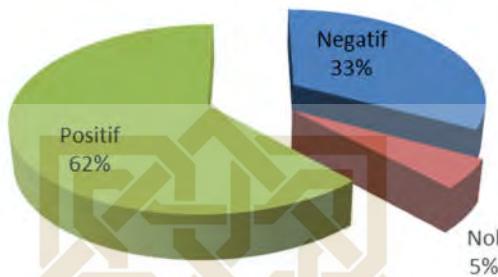


Sumber: Pengolahan data

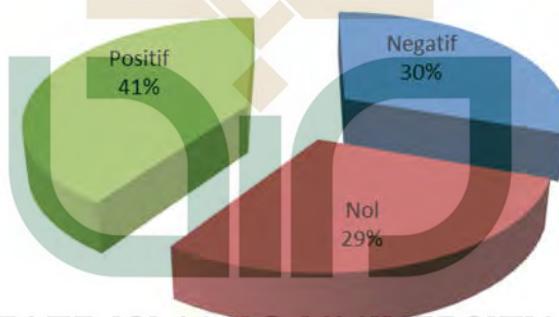
Gambar 25 Kumulatif Return Aktual Pengumuman Penurunan Dividen

Dari 79 sampel penelitian terdapat 26 emiten yang mempunyai rata-rata return aktual saham negatif selama periode jendela. Sedangkan yang mempunyai rata-rata Return Aktual saham positif sebanyak 49 emiten. Dan yang mempunyai rata-rata return aktual nol terdapat 4 emiten. Pada waktu terjadinya *event day* terdapat 24 emiten yang mempunyai Return Aktual saham negatif sedangkan yang mempunyai return aktual positif sebanyak 32 emiten. Dan sisanya 23 emiten memiliki return saham nol pada saat terjadinya *event day*.

Rata-rata Return Aktual pada Periode Jendela



Return Aktual pada Event Day



Sumber: Pengolahan data

Gambar 26 Proporsi Return Aktual pada Pengumuman Penurunan Dividen

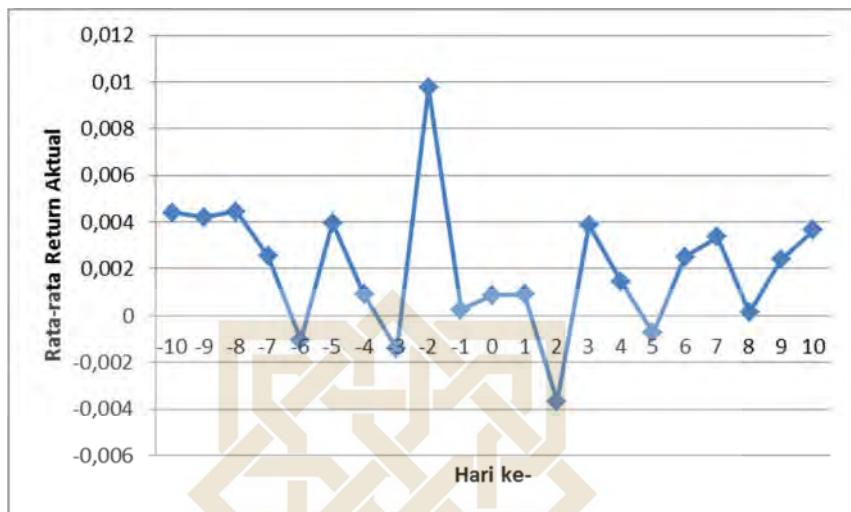
Nilai negatif pada return aktual mengindikasikan terjadinya penurunan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan kekecewaan investor karena *dividend yield* tidak

sebesar yang diharapkan. Sedangkan nilai positif pada return aktual mengindikasikan terjadinya kenaikan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan apresiasi yang baik dari investor terhadap *dividend yield* yang diberikan emiten.

c. Return Aktual Pengumuman Kenaikan Dividen

Return Aktual harga saham pada peristiwa pengumuman kenaikan dividen ini didapatkan dengan cara menghitung selisih return aktual saham hari ini (RA_t) dan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}) dibagi dengan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}). Data Return Aktual pada peristiwa pengumuman kenaikan dividen ini didapat dari 291 saham yang diteliti. Periode estimasi diambil dari data return saham 50 hari sebelum periode jendela ($t-50$). Sedangkan periode jendela ditentukan sebanyak 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman kenaikan dividen di media masa. Sehingga didapatkan Data return harian individual periode estimasi dan periode jendela.

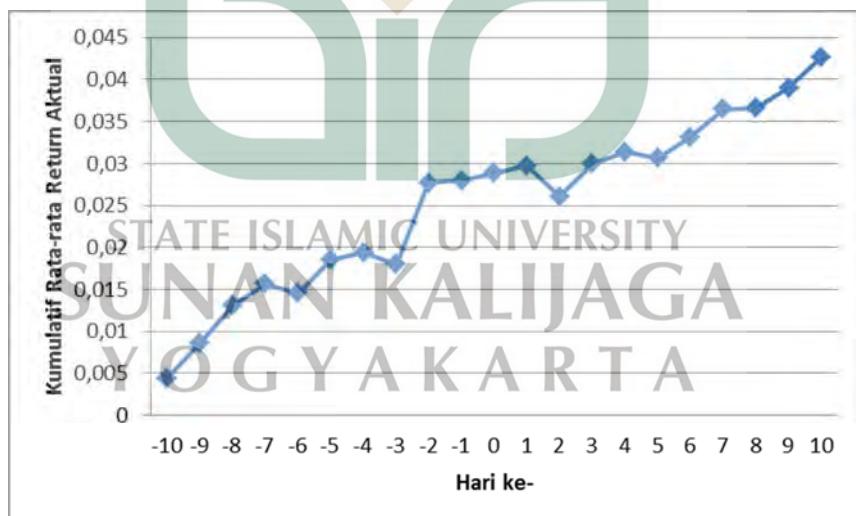
Hasil analisis data pada peristiwa pengumuman kenaikan dividen ini menunjukkan rata-rata Return Aktual :



Sumber: Pengolahan data

Gambar 27 Rata-rata Return Aktual Pengumuman Kenaikan Dividen

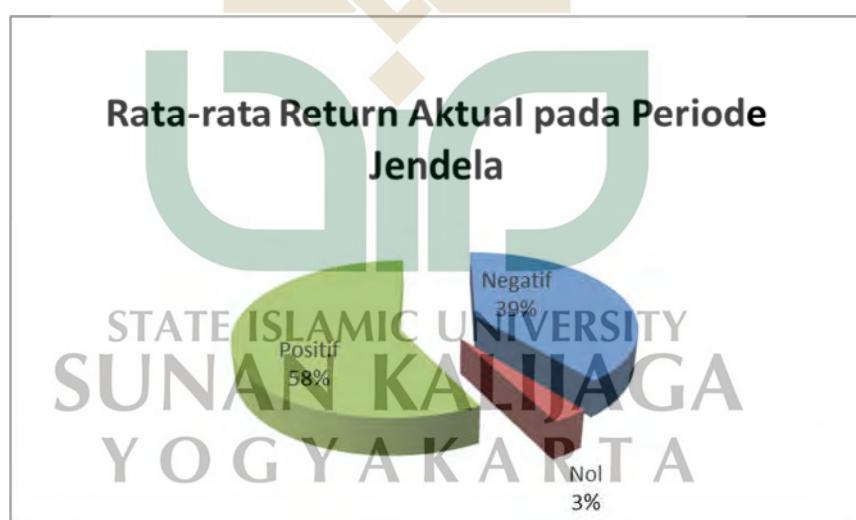
Dengan kumulatif Return Aktual sebagai berikut:

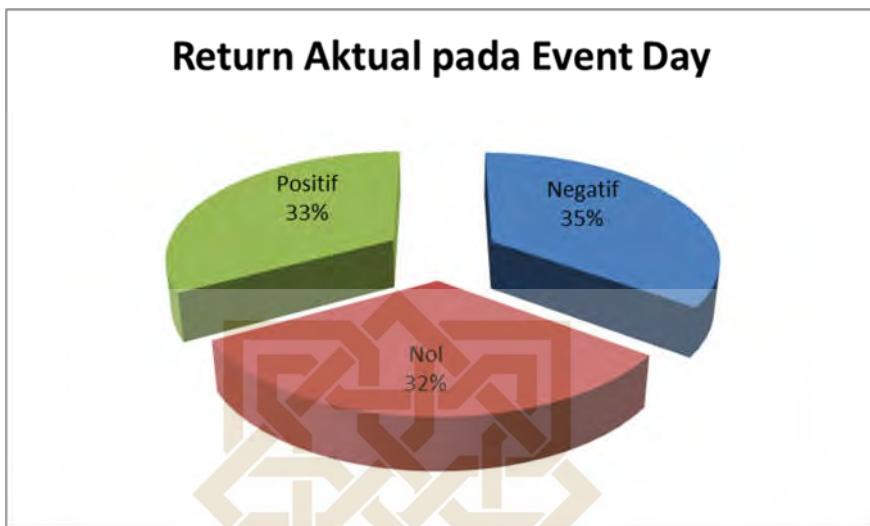


Sumber: Pengolahan data

Gambar 28 Kumulatif Return Aktual Pengumuman Kenaikan Dividen

Dari 291 sampel penelitian terdapat 114 emiten yang mempunyai rata-rata return aktual saham negatif selama periode jendela. Sedangkan yang mempunyai rata-rata Return Aktual saham positif sebanyak 168 emiten. Dan yang mempunyai rata-rata return aktual nol terdapat 9 emiten. Pada waktu terjadinya *event day* terdapat 102 emiten yang mempunyai Return Aktual saham negatif sedangkan yang mempunyai return aktual positif sebanyak 96 emiten. Dan sisanya 93 emiten memiliki return saham nol pada saat terjadinya *event day*.





Sumber: Pengolahan data

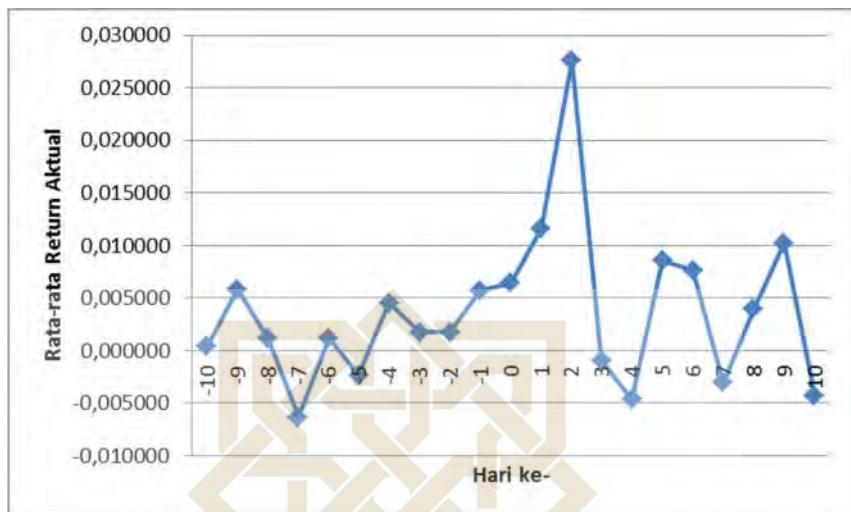
Gambar 29 Proporsi Return Aktual pada Pengumuman Kenaikan Dividen

Nilai negatif pada return aktual mengindikasikan terjadinya penurunan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan kekecewaan investor karena *dividend yield* tidak sebesar yang diharapkan. Sedangkan nilai positif pada return aktual mengindikasikan terjadinya kenaikan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan apresiasi yang baik dari investor terhadap *dividend yield* yang diberikan emiten.

d. Return Aktual Pengumuman Dividen Tetap

Return Aktual harga saham pada peristiwa pengumuman dividen tetap didapatkan dengan cara menghitung selisih return aktual saham hari ini (RA_t) dan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}) dibagi dengan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}). Data Return Aktual pada peristiwa pengumuman dividen tetap ini didapat dari 33 saham yang diteliti. Periode estimasi diambil dari data return saham 50 hari sebelum periode jendela ($t-50$). Sedangkan periode jendela ditentukan sebanyak 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman dividen tetap di media masa. Sehingga didapatkan Data return harian individual periode estimasi dan periode jendela.

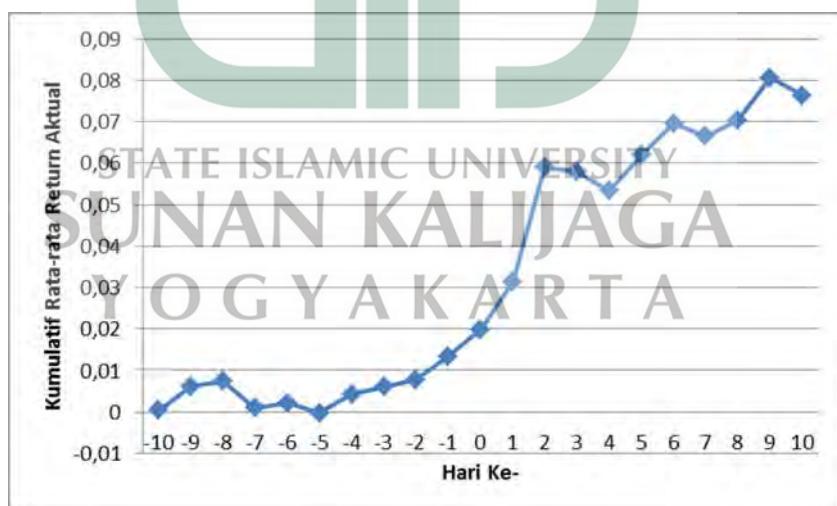




Sumber: Pengolahan data

Gambar 30 Rata-rata Return Aktual Pengumuman Dividen Tetap

Dengan kumulatif Return Aktual sebagai berikut:

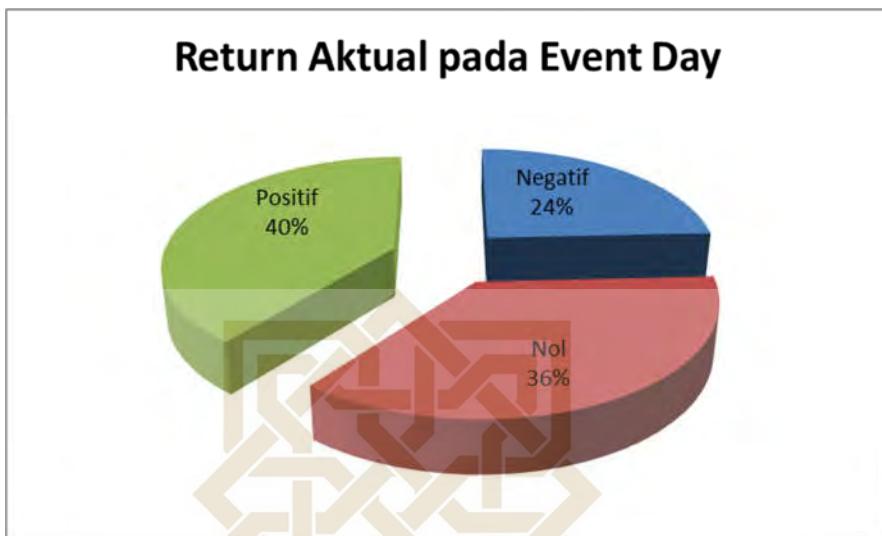


Sumber: Pengolahan data

Gambar 31 Kumulatif Return Aktual Pengumuman Dividen Tetap

Dari 33 sampel penelitian terdapat 7 emiten yang mempunyai rata-rata return aktual saham negatif selama periode jendela. Sedangkan yang mempunyai rata-rata Return Aktual saham positif sebanyak 25 emiten. Dan yang mempunyai rata-rata return aktual nol terdapat 1 emiten. Pada waktu terjadinya event day terdapat 8 emiten yang mempunyai Return Aktual saham negatif sedangkan yang mempunyai return aktual positif sebanyak 13 emiten. Dan sisanya 12 emiten memiliki return saham nol pada saat terjadinya *event day*.





Sumber: Pengolahan data

Gambar 32 Proporsi Return Aktual pada Pengumuman Dividen Tetap

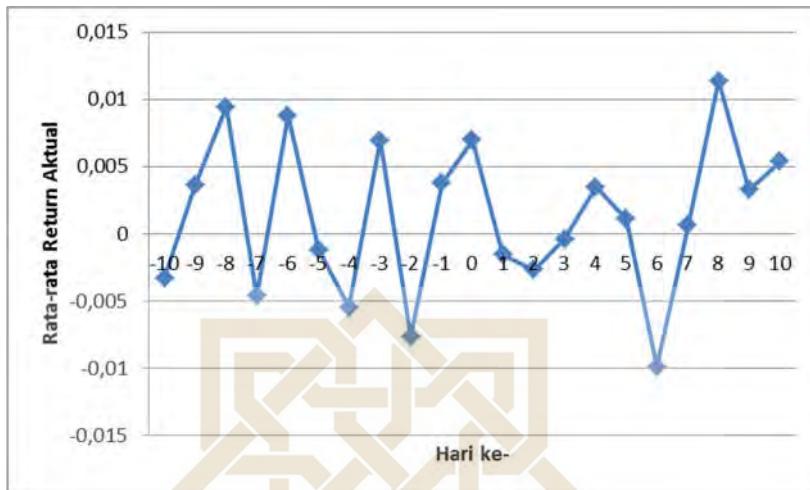
Nilai negatif pada return aktual mengindikasikan terjadinya penurunan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan kekecewaan investor karena *dividend yield* tidak sebesar yang diharapkan. Sedangkan nilai positif pada return aktual mengindikasikan terjadinya kenaikan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan apresiasi yang baik dari investor terhadap *dividend yield* yang diberikan emiten.

e. Return Aktual Pengumuman Tidak

Membagikan Dividen

Return Aktual harga saham pada peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen didapatkan dengan cara menghitung selisih return aktual saham hari ini (RA_t) dan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}) dibagi dengan return aktual saham sehari sebelumnya (RA_{t-1}). Data Return Aktual pada peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen ini didapat dari 61 saham yang diteliti. Periode estimasi diambil dari data return saham 50 hari sebelum periode jendela ($t-50$). Sedangkan periode jendela ditentukan sebanyak 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman tidak membagikan dividen di media masa. Sehingga didapatkan Data return harian individual periode estimasi dan periode jendela sebagai mana bisa dilihat pada Lampiran tabel Lampiran 2.9 dan Lampiran 2.10

Hasil analisis data pada peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen ini menunjukkan rata-rata Return Aktual :



Sumber: Pengolahan data

Gambar 33 Rata-rata Return Aktual Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

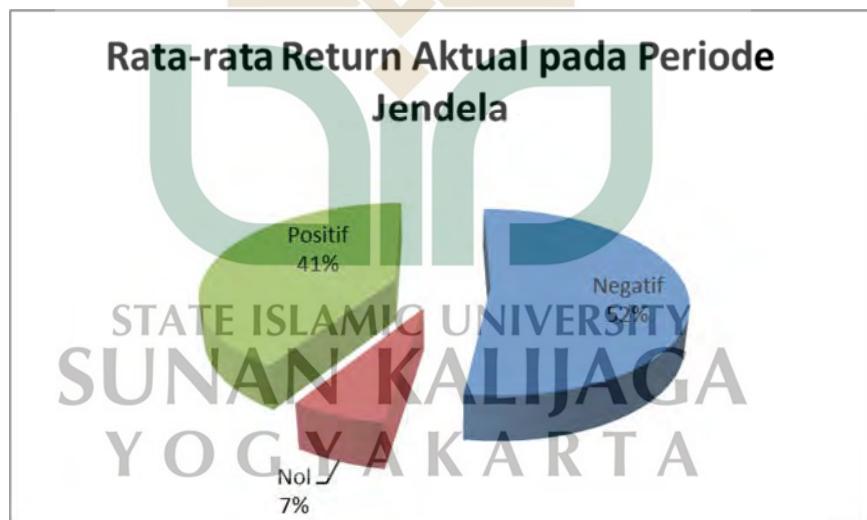
Dengan kumulatif Return Aktual sebagai berikut:

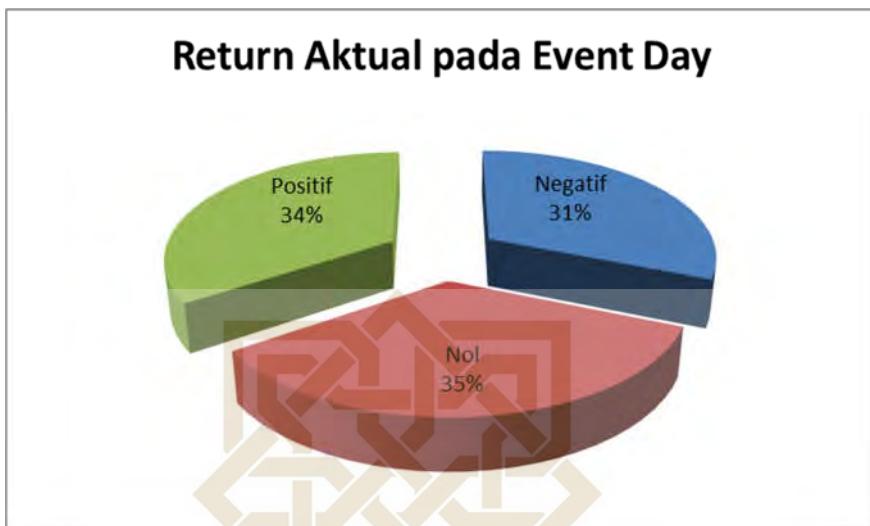


Sumber: Pengolahan data

Gambar 34 Kumulatif Return Aktual Pengumuman Tidak membagikan Dividen

Dari 61 sampel penelitian terdapat 32 emiten yang mempunyai rata-rata return aktual saham negatif selama periode jendela. Sedangkan yang mempunyai rata-rata Return Aktual saham positif sebanyak 25 emiten. Dan yang mempunyai rata-rata return aktual nol terdapat 4 emiten. Pada waktu terjadinya *event day* terdapat 19 emiten yang mempunyai Return Aktual saham negatif sedangkan yang mempunyai return aktual positif sebanyak 21 emiten. Dan sisanya 21 emiten memiliki return saham nol pada saat terjadinya *event day*.





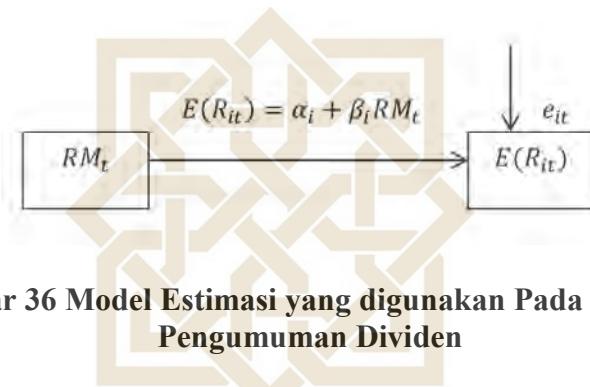
Sumber: Pengolahan data

Gambar 35 Proporsi Return Aktual pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Nilai negatif pada return aktual mengindikasikan terjadinya penurunan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan kekecewaan investor karena tidak membagikan *dividend yield* tidak diharapkan. Sedangkan nilai positif pada return aktual mengindikasikan terjadinya kenaikan harga saham pada hari t dibandingkan dengan hari t-1. Ini menunjukkan apresiasi yang baik dari investor terhadap tidak dibagikannya dividend.

2. Return Tak Normal

Dalam upaya memprediksi $E(R_{it})$ berdasarkan hasil estimasi model pasar selama periode estimasi dengan model yang digambarkan sebagai berikut:



Gambar 36 Model Estimasi yang digunakan Pada Peristiwa Pengumuman Dividen

Maka diperlukan nilai β_i dan α_i . Dengan menggunakan data, diolah dengan menggunakan Ms. Excel didapatkan persamaan model pasar untuk masing-masing emiten.

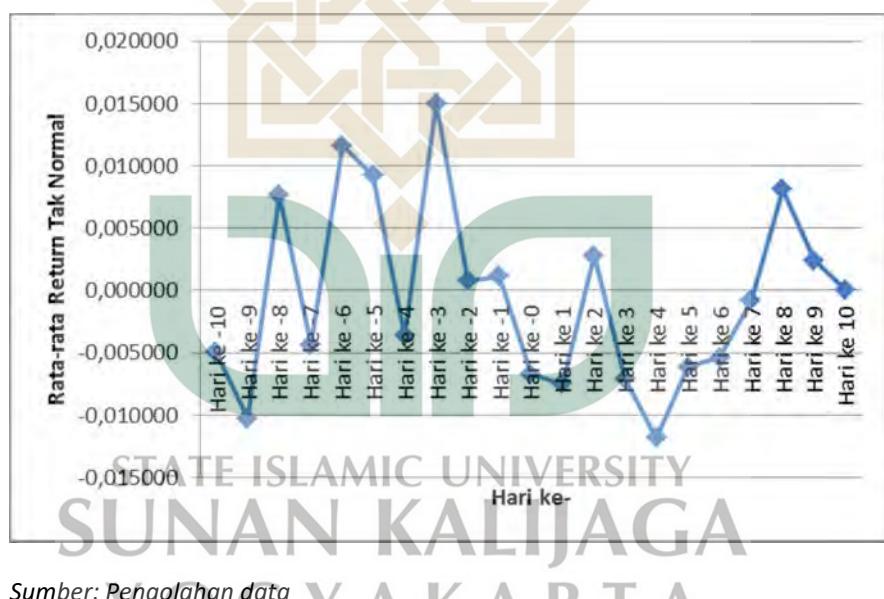
Berdasarkan hasil estimasi intersep dan beta maka perhitungan return harapan dapat dilakukan dengan memasukkan return pasar (RM) untuk masing – masing sampel kedalam model pasar. Dengan menggunakan data akan didapatkan hasil perhitungan return tak normal dengan cara mengurangi return aktual dengan return harapan pada masing – masing observasi ($RTNit = Rit - E(Rit)$).

a. Return Tak Normal pada Pengumuman Dividen

Pertama Kalinya

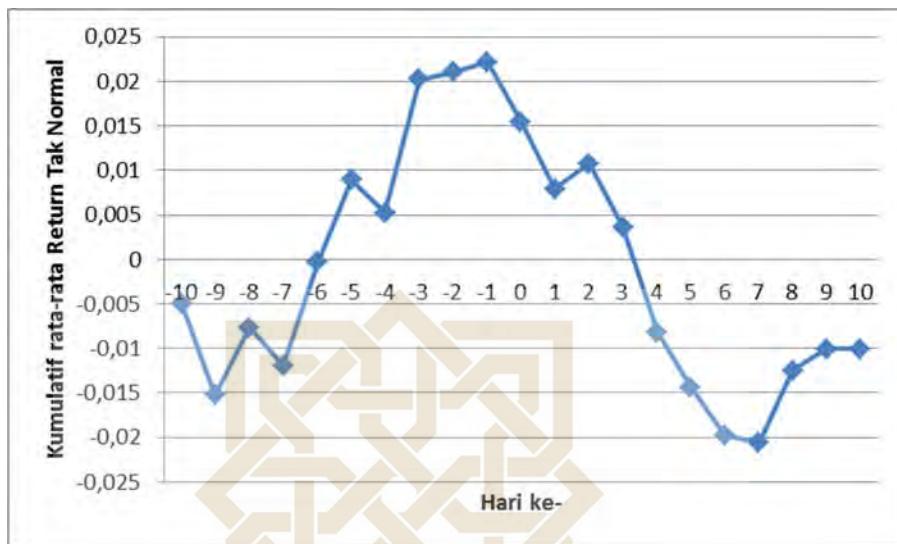
Rata – rata Return tak Normal dan Kumulatif Rata – rata

Return tak Normal menggambarkan gambaran rata – rata return tak normal pada periode jendela peristiwa pengumuman dividen untuk yang pertama kalinya bisa dilihat pada Gambar 37 dan Gambar 38 berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 37 Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Dividen Pertama kalinya



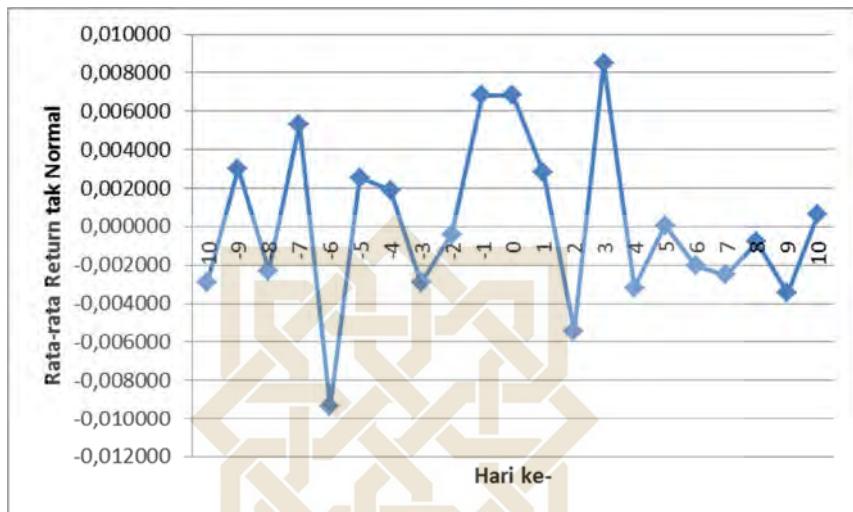
Sumber: Pengolahan data

Gambar 38 Kumulatif Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Dividen Pertama kalinya

Tahap selanjutnya adalah menghitung rata-rata return tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa.

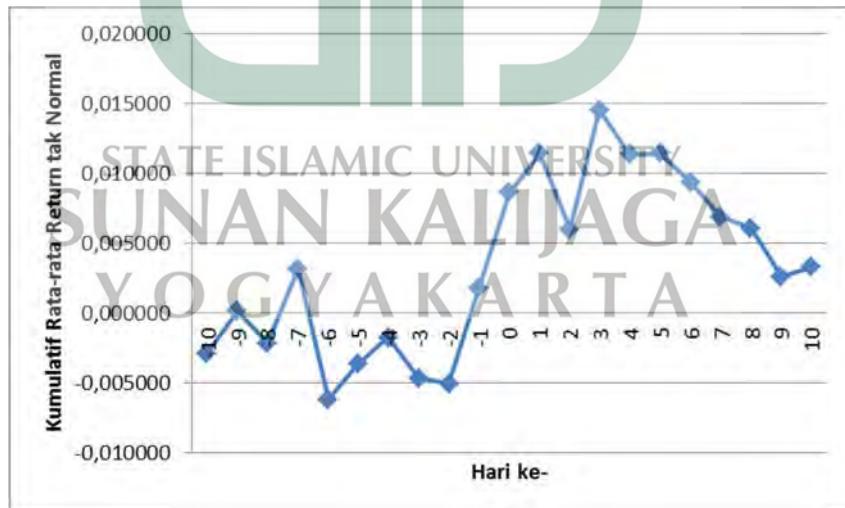
**STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA**
 b. Return Tak Normal pada Pengumuman Penurunan
 Dividen

Rata – rata Return tak Normal dan Kumulatif Rata – rata
 Return tak Normal mengambarkan gambaran rata – rata return tak
 normal pada periode jendela peristiwa pengumuman penurunan
 dividen bisa dilihat pada Gambar 39 dan Gambar 40 berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 39 Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Penurunan Dividen



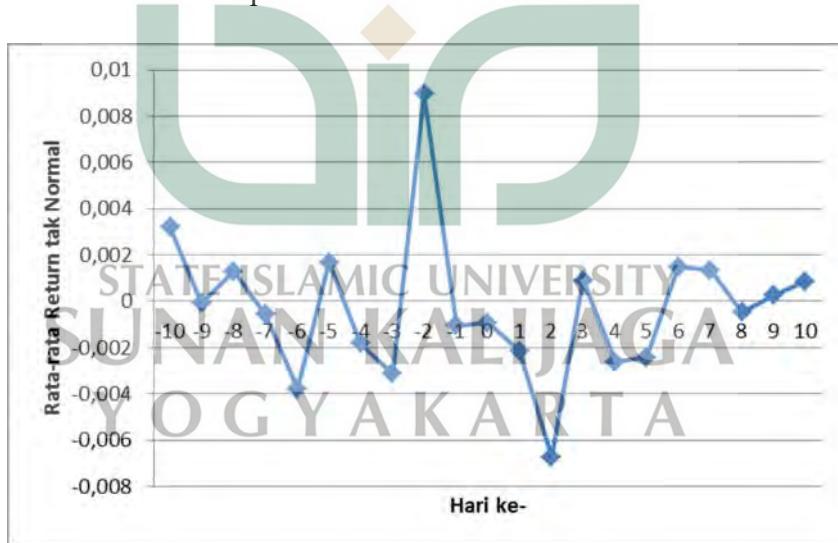
Sumber: Pengolahan data

Gambar 40 Kumulatif Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Penurunan Dividen

Tahap selanjutnya adalah menghitung rata-rata return tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa.

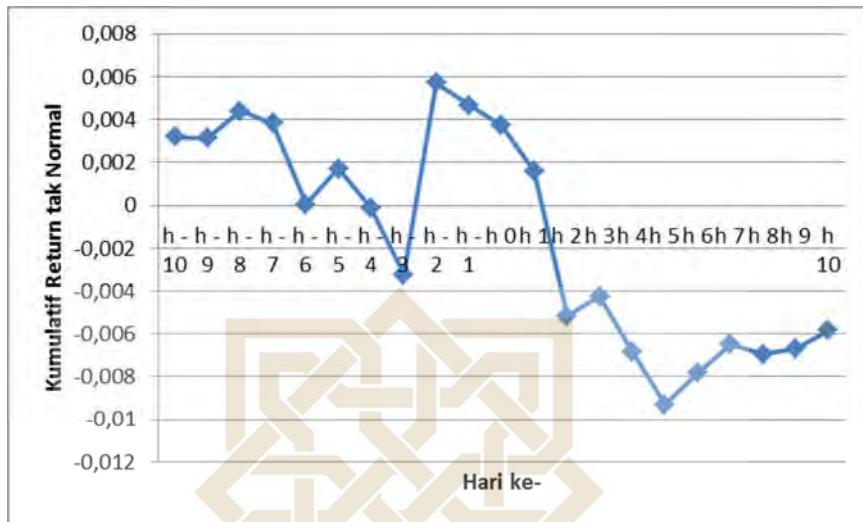
c. Return Tak Normal pada Pengumuman Kenaikan Dividen

Rata – rata Return tak Normal dan Kumulatif Rata – rata Return tak Normal mengambarkan gambaran rata – rata return tak normal pada periode jendela peristiwa pengumuman kenaikan dividen bisa dilihat pada Gambar 41 dan Gambar 42 berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 41 Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Kenaikan Dividen



Sumber: Pengolahan data

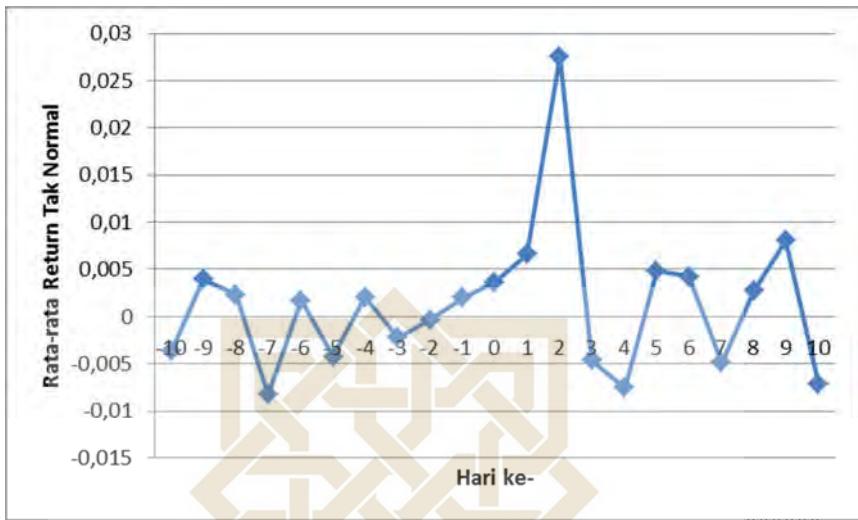
Gambar 42 Kumulatif Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Kenaikan Dividen

Tahap selanjutnya adalah menghitung rata-rata return tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

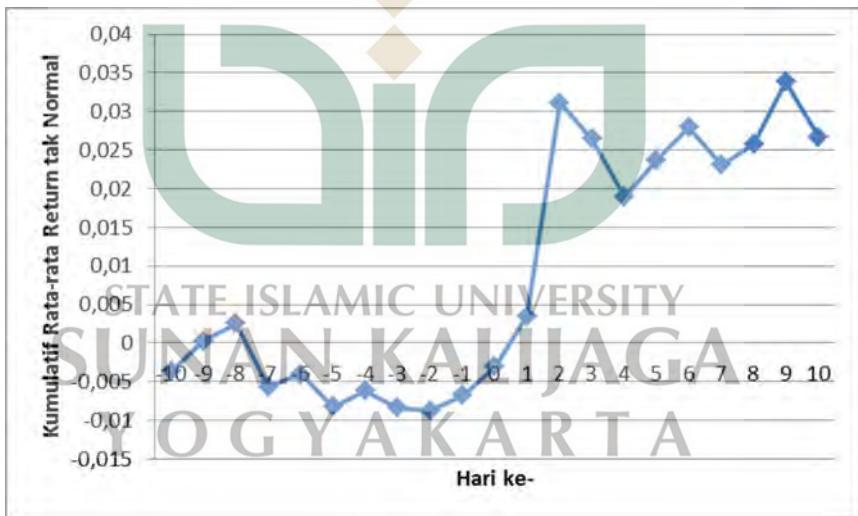
d. Return Tak Normal pada Pengumuman Dividen Tetap

Rata – rata Return tak Normal dan Kumulatif Rata – rata Return tak Normal mengambarkan gambaran rata – rata return tak normal pada periode jendela peristiwa pengumuman dividen tetap bisa dilihat pada Gambar 43 dan Gambar 44 berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 43 Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Dividen Tetap



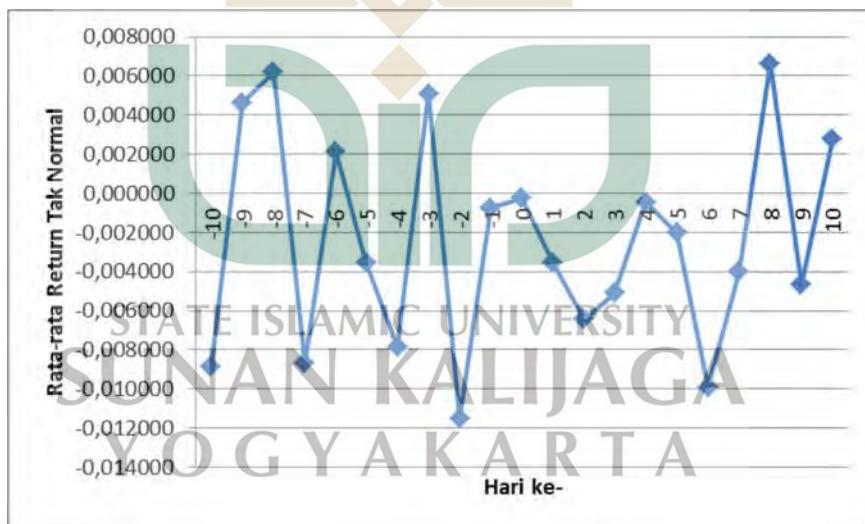
Sumber: Pengolahan data

Gambar 44 Kumulatif Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Dividen Tetap

Tahap selanjutnya adalah menghitung rata-rata return tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa.

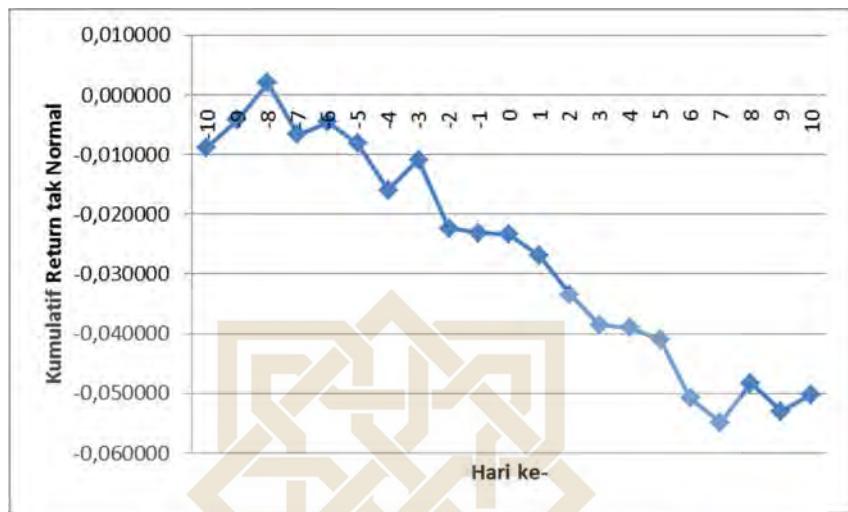
d. Return Tak Normal pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Rata – rata Return tak Normal dan Kumulatif Rata – rata Return tak Normal mengambarkan gambaran rata – rata return tak normal pada periode jendela peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen bisa dilihat pada Gambar 45 dan Gambar 46 berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 45 Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Tidak Membagikan Dividen



Sumber: Pengolahan data

Gambar 47 Kumulatif Rata – rata Return tak Normal Pada Periode Jendela Pengumuman Tidak Membagikan

Tahap selanjutnya adalah menghitung rata-rata return tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa.

3. Pengujian Reaksi Pasar

Tahap selanjutnya adalah menguji apakah return tak normal rata – rata atau return tak normal kumulatif berbeda dari 0, atau apakah return tak normal sebelum peristiwa pengumuman pembagian dividen berbeda dari return sesudah peristiwa. Pengujian dilakukan dengan uji t. Hasil lengkap perhitungan (berdasarkan

rumus 3.15) Return tak normal yang telah distandarisasi (RTNS) merupakan t hitung (berdasarkan rumus 3.16) dari setiap sekuritas.

Untuk menghitung Return tak normal yang distandarisasi seperti yang di maksud pada rumus 15 diperlukan Nilai Kesalahan standar estimasi sekuritas ke-i (rumus 17)

$$RTNS = \frac{RTN}{KSE(RTN)} \dots\dots 15$$

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{t-n} (R_{ij} - \bar{R}_i)^2}{T-n-2}} \dots\dots 17$$

Kesalahan standar estimasi dihitung dengan cara menghitung deviasi standar return saham yang diteliti dalam peristiwa pengumuman dividen ini. Kesalahan standar estimasi ini dihitung selama periode estimasi, yaitu t-61 hingga t-11. Berdasarkan pendekatan tersebut diperoleh KSE untuk masing-masing saham pada pengumuman dividen.

Untuk kepentingan pengujian reaksi pasar yang mendukung *signaling theory* dapat dilakukan dengan memperbandingkan t hitung dengan KSE-nya pada Tabel 3 berikut:

Tabel 5 Return Tak Normal Terstandarisasi dan Uji T (Pengumuman Dividen)

No	PERIODE JENDELA	Pengumuman Dividen									
		Dividend initiations			Dividend cuts		Increase of dividend		a Dividend change of zero		Dividend omissions
		t	t-hitung	Sig	t-hitung	Sig	t-hitung	Sig	t-hitung	Sig	t-hitung
	KSE	1,677			1,677		1,677		1,696		1,671
1	10	0,577	tdk sig		0,467	Tdk Sig	1,138	tdk Sig	-3,069	Sig	0,445
2	9	2,786	Sig		-1,463	Tdk Sig	0,979	tdk Sig	3,472	Sig	-0,443
3	8	7,217	Sig		-0,542	Tdk Sig	-0,804	tdk Sig	2,858	Sig	2,167
4	7	0,624	tdk sig		-0,622	Tdk Sig	1,756	Sig	2,227	Sig	-0,800
5	6	0,297	tdk sig		-0,834	Tdk Sig	0,968	tdk Sig	3,527	Sig	-2,686
6	5	-1,954	Sig		0,456	Tdk Sig	-0,588	tdk Sig	2,180	Sig	0,697
7	4	-0,630	tdk sig		-0,174	Tdk Sig	0,853	tdk Sig	0,028	Tdk Sig	1,336
8	3	-3,219	Sig		2,724	Sig	0,894	tdk Sig	-1,705	Sig	-2,556
9	2	1,119	tdk sig		-1,640	Tdk Sig	-4,696	tdk Sig	3,313	Sig	0,691
10	1	0,247	tdk sig		1,741	Sig	-0,597	tdk Sig	2,241	Sig	0,170
11	0	-1,225	tdk sig		1,554	Tdk Sig	2,100	Sig	0,805	Tdk Sig	0,462
12	-1	3,044	Sig		2,911	Sig	-2,976	tdk Sig	1,254	Tdk Sig	0,203
13	-2	0,386	tdk sig		-0,084	Tdk Sig	6,566	Sig	-0,317	Tdk Sig	-5,530
14	-3	1,413	tdk sig		-0,158	Tdk Sig	-1,247	tdk Sig	-0,134	Tdk Sig	1,760

15	-4	-0,869	tdk sig	1,133	Tdk Sig	-0,082	tdk Sig	0,546	Tdk Sig	-1,015	Tdk Sig
16	-5	4,911	Sig	1,301	Tdk Sig	0,991	tdk Sig	-0,813	Tdk Sig	-0,682	Tdk Sig
17	-6	11,869	Sig	-1,731	Sig	-0,701	tdk Sig	-0,165	Tdk Sig	0,899	Tdk Sig
18	-7	0,332	tdk sig	1,790	Sig	-0,505	tdk Sig	-1,493	Tdk Sig	0,296	Tdk Sig

dilanjutkan

Lanjutan

19	-8	3,308	Sig	-0,536	Tdk Sig	0,626	tdk Sig	0,521	Tdk Sig	-1,085	Tdk Sig
20	-9	-0,365	tdk sig	1,041	Tdk Sig	0,579	tdk Sig	-0,104	Tdk Sig	0,493	Tdk Sig
21	-10	1,508	tdk sig	-1,537	Tdk Sig	0,917	tdk Sig	-0,540	Tdk Sig	0,217	Tdk Sig

Sumber:

Pengolahan

data



Hasil perhitungan RTNS dan Uji-t pada pengumuman dividen pertama kalinya dengan aproksimasi distribusi student t dengan derajat bebas 50, diketahui nilai t-tabel adalah 1,677 untuk pengujian dua sisi. Berdasarkan distribusi t tersebut diketahui bahwa observasi ke -8, -6, -5, -1, 3, 5, 8, dan 9 terbukti signifikan.

Hasil lengkap perhitungan RTNS dan Uji-t pada pengumuman penurunan dividen dengan aproksimasi distribusi student t dengan derajat bebas 50, diketahui nilai t-tabel adalah 1,677 untuk pengujian dua sisi. Berdasarkan distribusi t tersebut diketahui bahwa observasi ke 3, 1, -1, -6 dan -7 terbukti signifikan.

Hasil lengkap perhitungan RTNS dan Uji-t pada pengumuman kenaikan dividen dengan aproksimasi distribusi student t dengan derajat bebas 50, diketahui nilai t-tabel adalah 1,677 untuk pengujian dua sisi. Berdasarkan distribusi t tersebut diketahui bahwa observasi ke -2, 0, dan 7 terbukti signifikan.

Hasil lengkap perhitungan RTNS dan Uji-t pada pengumuman dividen tetap dengan aproksimasi distribusi student t dengan derajat bebas 50, diketahui nilai t-tabel adalah 1,696 untuk pengujian dua sisi. Berdasarkan distribusi t tersebut diketahui bahwa observasi ke 1, 2, 3, 5, 6, 7, 8, 9 dan 10 terbukti signifikan.

Hasil lengkap perhitungan RTNS dan Uji-t pada pengumuman tidak membagikan dividen dengan aproksimasi distribusi *student t* dengan derajat bebas 50, diketahui nilai t-tabel adalah 1,671 untuk pengujian dua sisi. Berdasarkan distribusi t tersebut diketahui bahwa observasi ke -3, -2,3,6 dan 8 terbukti signifikan.

D. Menyimpulkan Bentuk Pasar Sesuai Reaksinya Terhadap Pengumuman Dividen

Idealnya, respon pasar bersifat simultan dan tidak terjadi time lag antar pelaku pasar. Dengan kata lain hasil yang mendukung hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat terjadi bila jumlah observasi yang signifikan hanya 1 atau 2 observasi saja. Pada prinsipnya efisiensi pasar bentuk setengah kuat terbukti bila hanya terdapat satu atau dua observasi yang terbukti menghasilkan Return tak Normal berbeda dari nol, atau terbukti signifikan. Sedangkan efisiensi secara keputusan terbukti bila tanda (positif atau negatif) atau besaran Return tak Normal sesuai dengan prediksi teori.

Terjadinya reaksi pasar sebelum pengumuman dividen menunjukkan adanya kemungkinan adanya kebocoran informasi yang diterima oleh pelaku pasar sebelum pengumuman dividen dilakukan. Kebocoran informasi ini mungkin disebabkan oleh keinginan beberapa pihak dalam perusahaan untuk mengeruk keuntungan sendiri dengan membocorkan informasi yang seharusnya hanya dimiliki oleh pihak perusahaan. Hal ini dimanfaatkan oleh investor yang menerima akses informasi untuk digunakan dalam melakukan transaksi (*insider trading*) (Lihat hasil penelitian Andi Mirdah dan Agus Solikhin 2010: 1-8). Sedangkan 2 observasi setelah *event day* dalam hari yang berurutan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa secara empiris membuktikan bahwa dividen mengandung informasi walaupun masih sulit untuk diputuskan bahwa pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini. Hal ini sejalan dengan pendapat Jogiyanto (2005:18) bahwa hasil tercampur ini sulit disimpulkan apakah pasar modal sudah efisien setengah kuat dari aspek keputusan untuk mereaksi.

1. Pengumuman Dividen Pertamakalinya

Observasi ke 3 dan 5 bertolak belakang dengan prediksi teori signaling, sedangkan observasi yang memberikan hasil signifikan lainnya sesuai dengan prediksi teori *signaling*. Dalam penelitian peristiwa pengumuman kebijakan pembagian dividen untuk yang pertama kalinya pada tahun buku 2008 – 2012 ini dapat dilihat bahwa terdapat 6 observasi yang signifikan dan diterima secara teori. Hasil uji-t ini juga menunjukkan bahwa 4 observasi sebelum *event day*.

Penelitian pengumuman dividen inisiasi Azizah Ayu Sielvia (2009: 113-128) pada periode 2004 – 2008 dengan 37 sampel di Bursa Efek Indonesia menunjukkan hasil pengujian t-test dengan *one sample t-test*, menunjukkan bahwa untuk hari $t-5$, $t+1$, $t+2$, $t+4$ dan $t+7$ terbukti *abnormal return* bernilai positif dan signifikan. Sedangkan untuk hari-hari yang lain yaitu $t-3$ dan $t+3$ terjadi reaksi negatif signifikan dan sisanya tidak terjadi *abnormal return* yang signifikan.

Terdapatnya bukti bahwa pengaruh pengumuman dividen untuk pertama kalinya secara signifikan positif juga didukung oleh Yanli Wang (2005: 40) pada kurun waktu penelitian 1988 – 2000.

Tetapi pada hasil penelitian Yanli Wang ini tidak ditemukan nilai yang signifikan dan negatif seperti halnya pada tulisan ini. Sedangkan penelitian Micah S. Officer (2007: 24-25) pada kurun waktu 1963 – 2002 menguatkan Analisa data dengan mengatakan bahwa analisis datanya pada pengumuman dividen untuk pertama kalinya signifikan positif. Micah berargumen bahwa reaksi pasar yang positif ini berdasarkan pada pertimbangan bahwa pembagian dividen untuk pertama kalinya ini bertujuan untuk memperkecil *agency costs* pada keadaan *overinvestment*. Hasil ini menyarankan bahwa perusahaan menggunakan kebijakan Dividen pertamakalinya (*dividend initiation*) sebagai pengganti untuk mekanisme kontrol lain.

Pemikiran dan hasil penelitian Micah tersebut diperkuat oleh hasil penelitian Sanjay Sharma (2001: 31-32) pada penelitian peristiwa pengumuman dividen pertama kalinya periode 1989 – 1999 mengemukakan bahwa jika pengumuman dividen pertama kalinya menjadi indikasi sinyal positif perusahaan dimasa depan tidak terbukti. Sanjay menemukan bahwa perusahaan yang mengumumkan dividen pertama kalinya ini ternyata pada jangka panjang mengalami penurunan profit. Selanjutnya dijelaskan hal

ini mengakibatkan hukuman dari investor yang kemudian menganggap *dividend initiations* sebagai signal yang salah. Akibatnya terjadi return negatif selama periode lima tahun pasca *dividend initiations*.

2. Pengumuman Penurunan Dividen

Observasi ke 3, 1, -1, dan -7 bertolak belakang dengan prediksi teori *signaling*, sedangkan observasi yang memberikan hasil signifikan lainnya sesuai dengan prediksi teori *signaling*.

Dalam penelitian peristiwa pengumuman kebijakan penurunan dividen pada tahun buku 2008 – 2012 ini dapat dilihat bahwa terdapat 1 observasi yang signifikan dan diterima secara teori. Hasil uji-t ini juga menunjukkan bahwa 1 observasi menunjukkan efisien secara keputusan. 4 observasi yang signifikan tetapi bertolak belakang dengan teori menunjukkan kemungkinan bahwa investor di Indonesia memandang bahwa perusahaan – perusahaan yang menahan labanya ini untuk keperluan investasi perusahaan. Jadi tidak dibagikannya dividen ini malah memberikan berita baik bagi investor.

Temuan ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Laarni T. Bulan (2010: 33), yang mengatakan hasil yang sebaliknya, bahwa penelitian pada pengumuman penurunan dividen di Amerika Serikat mendapat reaksi negatif dari pasar. Selanjutnya dia mengatakan bahwa motivasi utama dari para manager untuk melakukan pengurangan dividen semata – mata hanya karena ketika terlihatnya tanda – tanda dari buruknya kinerja keuangan perusahaan. Hal ini ditunjukkan rendahnya rasio *leverage* dari perusahaan yang diteliti, sehingga di pandang penurunan dividen sebagai salah cara untuk memotong pengeluaran modal.

Hal ini bertolak belakang dengan temuan Golda (2005: 60-62) yang menemukan bahwa pada periode 2001 – 2004 pengumuman dividen turun tidak direaksi pasar. Sehingga hal ini berarti pengumuman tidak memiliki muatan informasi tentang menurunnya pendapatan emiten dimasa depan. Di *Kuala Lumpur Stock Exchange* ditemukan bahwa reaksi pasar menunjukkan reaksi negatif terhadap pengumuman dividen turun, seperti hasil penelitian Mohamad Jais dkk (2009: 1-20).

Reaksi negatif dari pengumuman penurunan dividen dalam jangka panjang hanya berlaku pada kurun satu tahun pertama

sebagai reaksi jual-beli atas berita yang menyertai pengumuman penurunan dividen ini. Sedangkan dalam jangka panjang 5 tahun tidak ditemukan fakta empiris yang signifikan berdasarkan penelitian Li Yiu (2003: 76-77) yang meneliti peristiwa pengumuman dividen berdasarkan the Wall Street Journal (WSJ) *announcement date* pada kurun waktu 1963 – 1998.

3. Pengumuman Kenaikan Dividen

Observasi ke -2, 0, dan 7 yang terbukti signifikan, ke-3 observasi ini sejalan dengan prediksi teori signaling, masing-masing terletak di sebelum *event day*, pada *event day* dan sesudah *event day*. Dalam penelitian peristiwa pengumuman kebijakan kenaikan dividen pada tahun buku 2008 – 2012 ini dapat dilihat bahwa terdapat 3 observasi yang signifikan dan diterima secara teori. Hasil uji-t ini juga menunjukkan bahwa 1 observasi sebelum *event day* sedangkan 1 observasi setelah *event day*.

Hasil ini dari sisi adanya observasi yang signifikan sama dengan hasil penelitian Golda (2005: 60-62) perbedaanya terletak pada jumlah observasi yang signifikan hanya 1 dan bernilai positif. Sehingga pada data pengumuman kenaikan dividen periode 2001 –

2004 disimpulkan bahwa dividen mengandung informasi tentang meningkatnya pendapatan emiten di masa depan. Hasil signifikan positif juga ditemukan di *Di Kuala Lumpur Stock Exchange*, bahwa reaksi pasar menunjukkan reaksi positif terhadap pengumuman dividen naik, seperti hasil penelitian Mohamad Jais dkk (2009: 1-20).

Hal ini diperkuat oleh hasil penelitian Below dan Johnson (1996: 13-26) pada periode penelitian pengumuman kenaikan dividen 1970 -1982 di bursa saham Amerika yang mengatakan bahwa reaksi pasar signifikan baik pada saat *bull* maupun *bear markets*. Di bursa saham Turki, *Istanbul Stock Exchange*, juga ditemukan reaksi yang sama pada periode penelitian 2003 – 2007 oleh Eyup Kadioglu (2008: 46-47). Bukti sebaliknya diberikan Uddin, Hamid (2003: 11-17) atas pengamatannya pada pengumuman kenaikan dividen di *Dhaka Stock Exchange* periode 2001-2002. Penelitian dengan jumlah sampel 137 pengumuman menunjukkan bahwa tidak ada singnal signifikan yang mengindikasikan bahwa pengumuman ini memiliki muatan informasi, sehingga malah mendukung teori *the dividend irrelevancy hypothesis*.

4. Pengumuman Dividen Tetap

Observasi ke 10 bertolak belakang dengan prediksi teori signaling, sedangkan observasi yang memberikan hasil signifikan lainnya sesuai dengan prediksi teori signaling. Dalam penelitian peristiwa pengumuman kebijakan pembagian dividen tetap pada tahun buku 2008 – 2012 ini dapat dilihat bahwa terdapat 8 observasi yang signifikan dan diterima secara teori. Hasil uji-t ini juga menunjukkan bahwa seluruh observasi setelah *event day* dalam hari yang berurutan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa secara empiris membuktikan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar bereaksi berkepanjangan dan menunjukkan pasar tidak efesien, karena terdapat pelaku pasar yang bereaksi terlalu cepat atau terlalu lambat terhadap informasi yang dikandung dalam kebijakan dividen tetap ini.

Hasil yang sama dikemukakan oleh Andi Mirdah dan Agus Solikhin (2010: 01-08), Dengan menggunakan sampel perusahaan yang mengumumkan dividen periode 2008, secara umum peneliti menemukan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi bagi investor yang ditunjukkan dengan adanya abnormal return yang signifikan pada periode jendela. Dalam pada tulisan ini

ditemukan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia belum termasuk pasar efisien setengah kuat, hal ini tercermin dari pasar yang bereaksi secara lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar membutuhkan waktu paling tidak sampai lima hari untuk menuju ke keadaan ekuilibrium yang baru) yang ditunjukkan pada masih adanya abnormal return sampai hari ke +5.

Nilai signifikan pada observasi ditunjukkan berbeda dengan periode 2001 – 2004 yang diteliti Golda (2005: 60-62) yang menunjukkan terdapat 3 observasi yang signifikan tetapi bernilai negatif. Tetapi Golda menganggap hal itu sebagai bukti bahwa pengumuman dividen memiliki informasi tentang pendapatan emiten dimasa depan. Golda, baik pada pengumuman turun, naik dan tetapnya dividen tidak memperhitungkan apakah nilai signifikan terjadi sebelum atau sesudah pengumuman dan apakah nilai negatif atau positif memiliki makna yang berbeda? Bahkan Golda berpendapat bahwa tidak terdapat perbedaan antara rata – rata return tak normal pada pengumuman dividen naik maupun dividen turun.

5. Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Observasi ke -3 dan 8 bertolak belakang dengan prediksi teori *signaling*, sedangkan observasi yang memberikan hasil signifikan lainnya sesuai dengan prediksi teori *signaling*. Dalam penelitian peristiwa pengumuman kebijakan tidak membagikan dividen pada tahun buku 2008 – 2012 ini dapat dilihat bahwa terdapat 3 observasi yang signifikan dan diterima secara teori. Hasil uji-t ini juga menunjukkan bahwa 1 observasi sebelum *event day* sedangkan 2 observasi setelah *event day*.

Penelitian pengumuman dividen omisi Azizah Ayu Sielvia (2009: 113-128) pada periode 2004 – 2008 dengan 37 sampel di Bursa Efek Indonesia menunjukkan hasil pengujian t-test dengan one sample t-test, menunjukkan bahwa untuk hari t-9 dan t+1 terbukti abnormal return bernilai negatif dan signifikan. Sedangkan untuk hari-hari yang lain tidak terjadi abnormal return yang signifikan. Temuan di Bursa Saham Thailand, Kulkanya Napompech (2010: 1-8) mengatakan tidak signifikannya reaksi pasar pada pengumuman dividen omission di Bursa Saham Thailand periode 1994-2008 dengan 76 sampel, karena pasar sudah mampu mengantisifasi keadaan perusahaan dimasa depan.

Sehingga pengumuman tidak dibagikannya dividen dianggap tidak mengandung informasi.

Michaely, Thaler dan Womack (1995: 573-608) dalam penelitiannya pada peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen (*dividend Omission*) periode 1964 – 1988 menemukan bahwa, reaksi pasar signifikan negatif dengan penyimpangan yang sangat besar pada periode jendela 3 hari, dan konsisten dalam jangka panjang. Besarnya penyimpangan harga saham pada pengumuman tidak dibagikannya dividen dibandingkan pengumuman dividen pertama kalinya (mereka menggunakan istilah *price drift*) tidak mampu dijelaskan oleh liquiditas saham bersangkutan.

Hasil tersebut bertolakbelakang dengan analisa Reaksi negatif pasar pada pengumuman tidak membagikan dividen pada penelitian Laarni Bulan dan Narayanan Subramanian (2008: 33) Menemukan bahwa buruknya kinerja operasi, buruknya fleksibilitas keuangan, tingginya investasi dan meningkatnya resiko merupakan faktor diambilnya kebijakan *Dividen omission*. 25% perusahaan yang mengambil kebijakan *omitting dividend* direspon negatif secara cepat. Dan hasil analisa selama 3 tahun

pasca pengumuman tidak dibagikannya dividen menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berada dibawah performa sesuai dengan teori *signaling*.

Dengan sudut yang berbeda Rajiv Sant dan Arnold R. Cowan. (1994: 1113-1133) pada hasil signifikan negatifnya reaksi pasar terhadap pengumuman tidak membagikan dividen, mengatakan bahwa mekanisme teori signaling dipergunakan oleh manajer untuk memperlihatkan ketidakpastian return di masa depan. Rajiv memperlihatkan bahwa pasca pengumuman *dividend omission*, variansi laba meningkat hal ini dengan kata lain menunjukkan bahwa pendapatan dimasa depan sulit diprediksi.

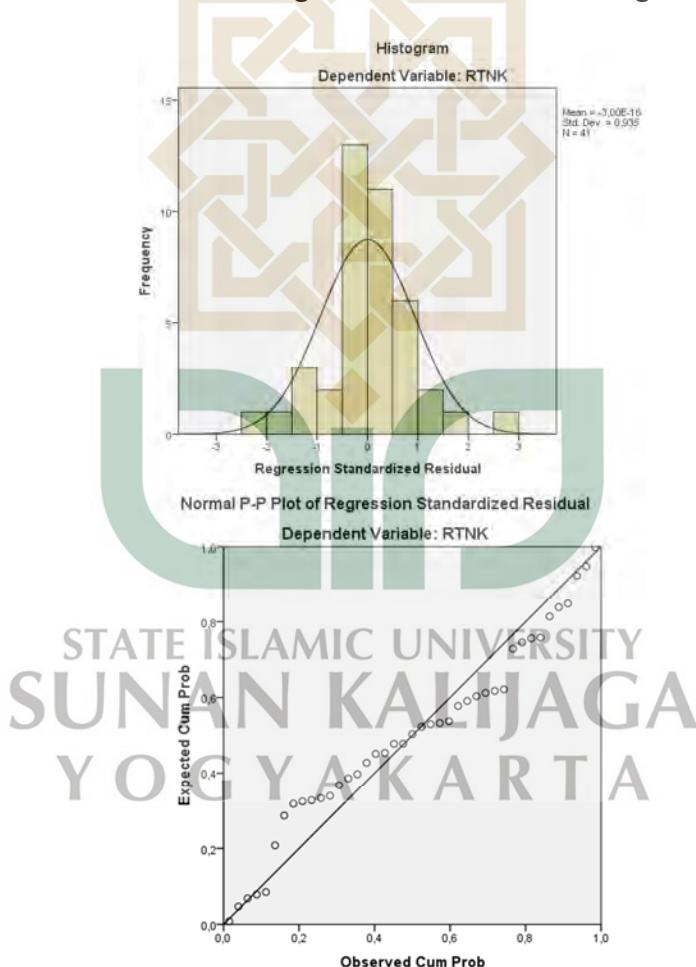
E. Karakteristik Perusahaan yang Mempengaruhi Dividen

Pada peristiwa pengumuman dividen ini dilanjutkan untuk menjelaskan variabel apa saja yang menyebabkan Return tak Normal ini dengan penjelasan metrik. Untuk menjelaskan metrik dari Return tak Normal yang merupakan reaksi dari pasar apakah juga dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan, pada tulisan ini akan menggunakan teknik regresi.

1. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang Mengumumkan Dividen Pertamakalinya

a. Asumsi klasik

Berdasarkan output analisa SPSS didapatkan output histogram dan normal P-P Plot regression standardized sebagai berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 48 Analisa Normalitas Pengumuman Dividen Pertama kali

Berdasarkan tampilan histogram terlihat bahwa kurva dependent dan regression standardized residual membentuk gambar seperti lonceng. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Berdasarkan tampilan normal P-P plot regression standardized terlihat bahwa titik – titik menyebar sekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan.

Tabel 6 Uji Normalitas dengan Jarque-Bera Pengumuman Dividen Pertama kali

	N	Descriptive Statistics			Kurtosis	
		Statistic	Skewness	Std. Error	Statistic	Std. Error
RTNK	41		,559	,369	1,829	,724
Valid N (listwise)	41					

Sumber: Pengolahan data

Dari tabel output 4.4 didapatkan nilai skewness sebesar 0,559 dan kurtosis sebesar 1,829, maka dapat dihitung berdasarkan rumus 8

$$JB = n \left(\frac{s^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{24} \right) \dots 8$$

$$JB = 42 \left(\frac{0,559^2}{6} + \frac{(1,829-3)^2}{24} \right) = 6,66$$

Berdasarkan perhitungan diatas diperoleh nilai statsistik Jarque-Bera sebesar 14,12 sedangkan nilai X^2 tabel dengan df:0,01,5 adalah 15,1. Karena nilai statistik Jarque-Bera (6,66) < nilai X^2 tabel (15,1), maka nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

Untuk memeriksa adanya autokorelasi dengan memakai uji Durbin-Watson, dari pengolahan SPSS didapatkan

Tabel 7 Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson Pengumuman Dividen Pertama kali

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,508 ^a	,258	,152	,21909	1,747

a. Predictors: (Constant), MBVE, Inst, DivYield, Beta, Size

b. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka tidak ada otokorelasi jika nilai D-W statstik antara 1,54 s.d 2,46.

Berdasarkan hasil output SPSS didapatkan $1,54 < D-W stat (1,747) < 2,46$, sehingga bisa dikatakan bahwa tidak terditeksi adanya Autokorelasi.

Untuk menguji asumsi multikolonieritas akan digunakan Nilai *Tolerance* dan VIF hasil output SPSS berikut:

Tabel 8 Tabel Nilai Tolerance dan VIF Pengumuman Dividen Pertama kali

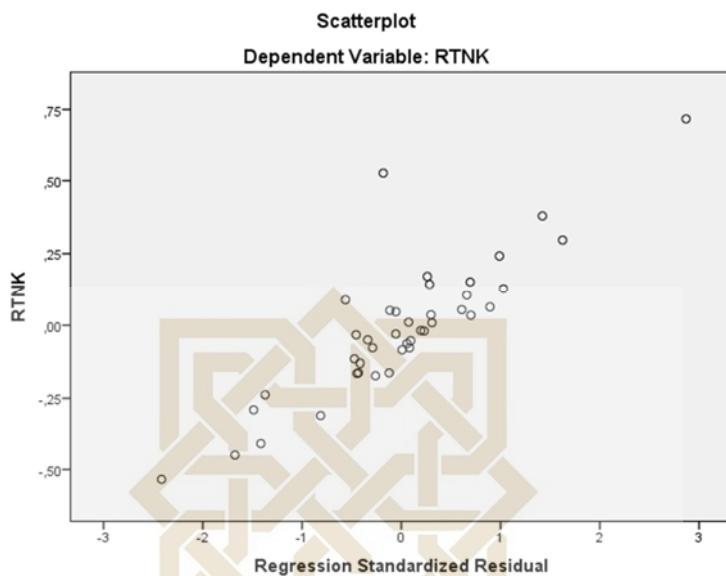
Model	Collinearity Statistics		
	Tolerance	VIF	
1	(Constant)		
	DivYield	,934	1,070
	Size	,513	1,950
	Inst	,945	1,058
	Beta	,734	1,363
	MBVE	,638	1,568

Sumber: Pengolahan data

Berdasarkan Tabel 6 dapat diambil kesimpulan bahwa hanya variabel dYield dan Inst saja yang berada disekitar nilai 1.

Sedangkan yang lainnya jauh diatas dan dibawah angka 1. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa dYield dan Inst tidak terbukti adanya multikolinieritas pada kedua variabel ini.

Untuk uji *heterokedastisitas* bisa dilihat pada *output scatter plot* berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 49 Uji Heterokedastisitas Pengumuman Dividen Pertama kali

Pancaran data diatas menunjukkan bahwa tidak seluruh residu memiliki kecenderungan meningkat pada model regresi. Sehingga masih bisa dikatakan data terpencar dan belum sampai pada pola tertentu.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA

b. Persamaan Regresi Linier Berganda

Pengolahan data akan dilakukan dengan bantuan SPSS, dengan output tabel koefisien sebagai berikut:

Tabel 9 Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) pada Pengumuman Dividen Pertama kali

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
1	B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	,279	,340	,820	,418
	DivYield	,025	,009	,408	2,705
	Size	-,020	,016	-,251	-1,233
	Inst	,058	,184	,047	,314
	Beta	,035	,074	,080	,473
	MBVE	,426	7,311	,011	,058

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Output ini menunjukkan bahwa Return tak Normal hanya dYield saja yang signifikan dengan t-hitung ($2,705 > 2,705$) dan nilai sig ($0,010 < 0,05$) maka dikatakan signifikan. Hal ini konstan, masih tetap signifikan jika satu persatu variabel lainnya dikeluarkan dari regresi.

Tabel 10 Koefisien Regresi $RTNK=f(dYield)$ pada Pengumuman Dividen Pertama kali

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant) -,088	,041		-2,127	,040
	DivYield ,028	,009	,458	3,214	,003

a. Dependent Variable: RTNK

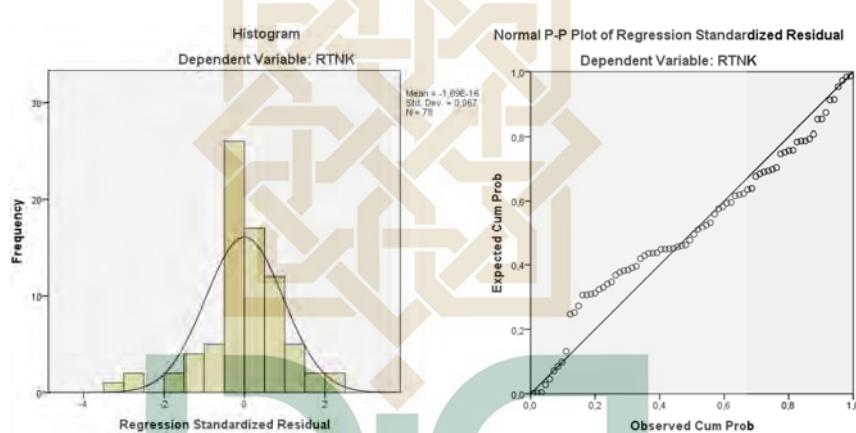
Sumber: Pengolahan data

Berdasarkan Tabel 8 Koefisien Regresi $RTNK=f(dYield)$ didapatkan persamaan: $RTNK = 0,458dYield + e$ (dengan *error term* 0,88). Sehingga bisa bisa disimpulkan bahwa Return tak Normal pada peristiwa pengumuman dividen untuk pertama kalinya pada tahun buku 2008 – 2012 hanya mampu dijelaskan oleh nominal *dividend yield* saja. Sedangkan variabel lain yang dihipotesakan tidak terbukti secara empiris.

2. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang Mengumumkan Penurunan Dividen

a. Asumsi klasik

Berdasarkan output analisa SPSS didapatkan *output histogram* dan *normal P-P Plot regression standardized* sebagai berikut:



Gambar 50 Analisa Normalitas RTNK Pengumuman Penurunan Dividen

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA

Berdasarkan tampilan histogram terlihat bahwa kurva *dependent* dan *regression standardized residual* membentuk gambar seperti lonceng. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Berdasarkan tampilan *normal P-P plot regression standardized* terlihat bahwa

titik – titik menyebar sekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan.

Tabel 11 Uji Normalitas dengan Jarque-Bera Pengumuman Penurunan Dividen

	Descriptive Statistics				
	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RTNK	78	-,563	,272	2,394	,538
Valid N (listwise)	78				

Sumber: Pengolahan data

Dari tabel output 4.10 didapatkan nilai *skewness* sebesar -0,520 dan *kurtosis* sebesar 2,041, maka dapat dihitung berdasarkan rumus 3.8

$$JB = n \left(\frac{S^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{24} \right) \dots 3.8$$

$$JB = 79 \left(\frac{-0,563^2}{6} + \frac{(2,394-3)^2}{24} \right) = 4,16$$

Berdasarkan perhitungan diatas diperoleh nilai statsitik Jarque-Bera sebesar 4,16 sedangkan nilai χ^2 tabel dengan df:0,01,5 adalah 15,1. Karena nilai statistik Jarque-Bera (4,16) < nilai χ^2 tabel (15,1), maka nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

Untuk memeriksa adanya autokorelasi dengan memakai uji Durbin-Watson, dari pengolahan SPSS didapatkan

Tabel 12 Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson Pengumuman Penurunan Dividen

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,246 ^a	,060	-,005	,165204658	2,120

a. Predictors: (Constant), MBVE, Beta, DivYield, Inst, Size

b. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka tidak ada otokorelasi jika nilai D-W statistik antara 1,54 s.d 2,46.

Berdasarkan hasil output SPSS didapatkan $2 < D-W \text{ stat} (2,120) < 2,46$, sehingga bisa dikatakan bahwa tidak terditeksi adanya Autokorelasi.

Untuk menguji asumsi multikolonieritas akan digunakan Nilai Tolerance dan VIF hasil output SPSS berikut:

Tabel 13 Tabel Nilai Tolerance dan VIF Pengumuman Penurunan Dividen

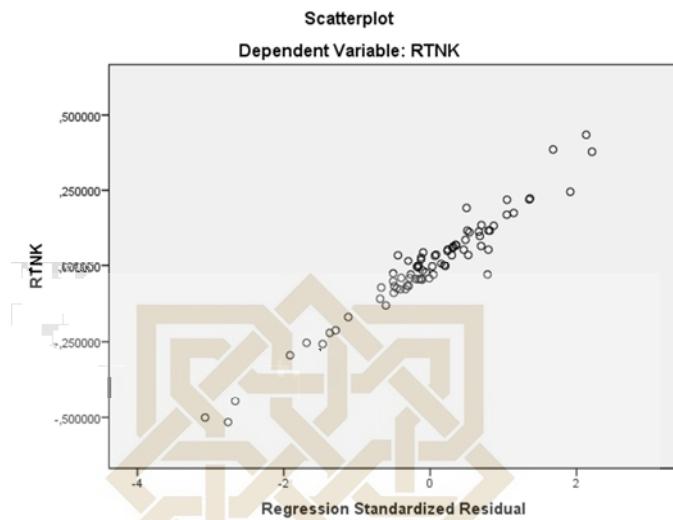
Model	Coefficients ^a	
	Tolerance	VIF
1	(Constant)	
	DivYield	,955
	Size	,581
	Inst	,844
	Beta	,740
	MBVE	,727

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Berdasarkan Tabel 12 dapat diambil kesimpulan bahwa hanya variabel *Dividend Yield* memiliki *Tolerance* dan *VIF* yang relatif berada disekitar nilai 1. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa hanya variabel *dividen yield* saja yang tidak terbukti adanya multikolinieritas.

Untuk uji heterokedastisitas bisa dilihat pada output *scatter plot* berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 51 Uji Heterokedastisitas RTNK Pengumuman Penurunan Dividen

Pancaran data diatas menunjukkan bahwa tidak seluruh residu memiliki kecenderungan meningkat pada model regresi. Sehingga masih bisa dikatakan data terpencar dan belum sampai pada pola tertentu.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

b. Persamaan Regresi Linier Berganda

Pengolahan data akan dilakukan dengan bantuan SPSS, dengan output tabel koefisien sebagai berikut:

Tabel 14 Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) Pengumuman Penurunan Dividen

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,178	,150		,238
	DivYield	-,003	,004	-,107	,361
	Size	-,005	,006	-,123	,413
	Inst	-,112	,103	-,136	,278
	Beta	,013	,032	,055	,682
	MBVE	-3,335	3,042	-,147	,277

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

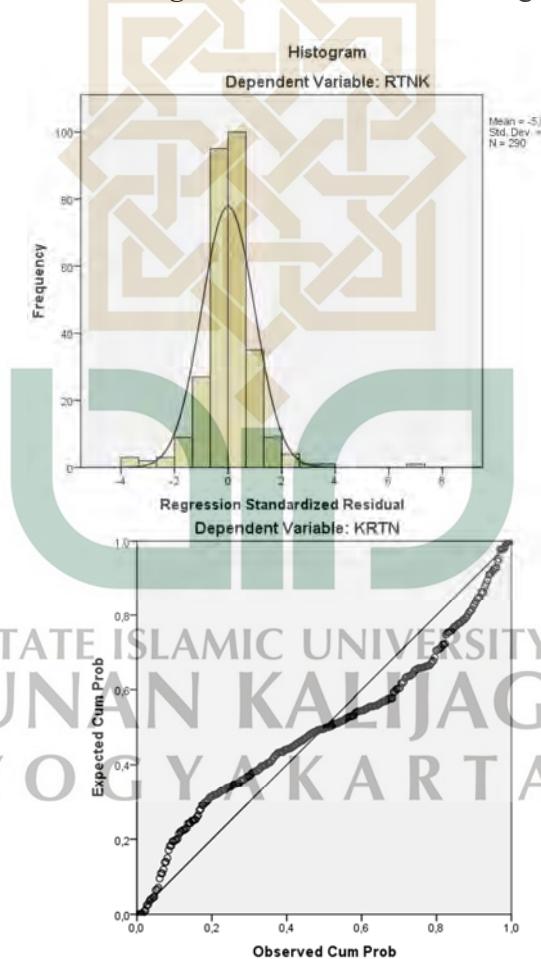
Output ini menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang signifikan dengan t -hitung $> t$ -tabel (0,681) atau nilai sig $< \alpha$ (0,05) maka dikatakan model tidak signifikan. Hal ini konstan dalam uji coba berbagai model yang mungkin, masih tetap tidak signifikan jika masing - masing variabel lainnya dikeluarkan dari regresi. Sehingga bisa bisa disimpulkan bahwa Return tak Normal pada peristiwa pengumuman penurunan dividen pada tahun buku 2008 – 2012 tidak mampu dijelaskan semua karakteristik perusahaan yang dihipotesakan pada model pada tulisan ini.

3. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang

Mengumumkan Kenaikan Dividen

a. Asumsi klasik

Berdasarkan output analisa SPSS didapatkan output histogram dan *normal P-P Plot regression standardized* sebagai berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 52 Analisa Normalitas Pengumuman Kenaikan Dividen

Berdasarkan tampilan histogram terlihat bahwa kurva dependent dan regression standardized residual membentuk gambar seperti lonceng. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Berdasarkan tampilan *normal P-P plot regression standardized* terlihat bahwa titik – titik menyebar sekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan.

Untuk memeriksa adanya autokorelasi dengan memakai uji Durbin-Watson, dari pengolahan SPSS didapatkan

Tabel 15 Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson pada Pengumuman Kenaikan Dividen

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,091 ^a	,008	-,009	,187722873	1,960

a. Predictors: (Constant), MBVE, Inst, DivYield, Beta, Size

b. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka tidak ada otokorelasi jika nilai D-W statstik antara 1,54 s.d 2,46. Berdasarkan hasil output SPSS didapatkan $1,54 < D-W \text{ stat} (1,960)$

<2,46, sehingga bisa dikatakan bahwa tidak terditeksi adanya Autokorelasi.

Untuk menguji asumsi multikolinieritas akan digunakan Nilai *Tolerance* dan VIF hasil output SPSS berikut:

Tabel 16 Nilai Tolerance dan VIF

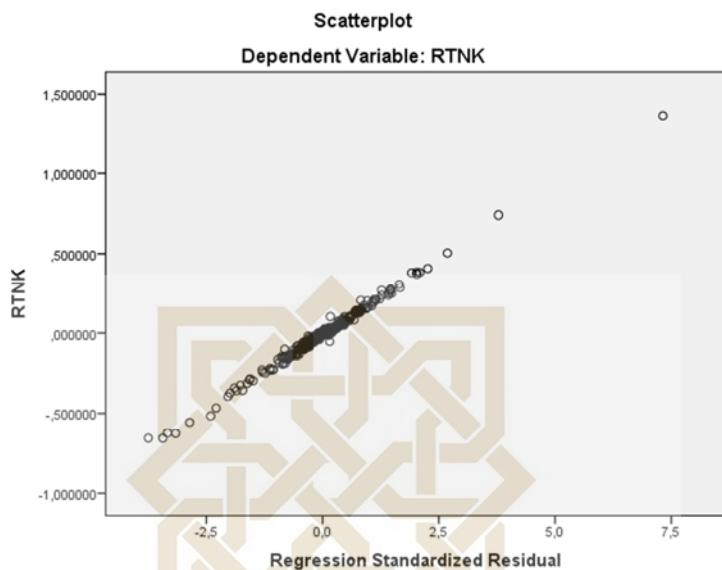
Model		Coefficients ^a	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	DivYield	,967	1,034
	Size	,621	1,612
	Inst	,848	1,180
	Beta	,814	1,228
	MBVE	,765	1,307

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Berdasarkan Tabel 16 dapat diambil kesimpulan bahwa hanya variabel dYield dan Inst saja yang berada disekitar nilai 1. Sedangkan yang lainnya jauh diatas dan dibawah angka 1. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa dYield dan Inst tidak terbukti adanya multikolinieritas pada kedua variabel ini.

Untuk uji heterokedastisitas bisa dilihat pada *output scatter plot* berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 53 Uji Heterokedastisitas Pada Pengumuman Kenaikan Dividen

Pancaran data diatas menunjukkan bahwa seluruh residu memiliki kecenderungan meningkat pada model regresi. Sehingga masih bisa dikatakan data tidak terpencar dan membentuk pola regresi naik dari kiri ke kanan.

b. Persamaan Regresi Linier Berganda

Pengolahan data akan dilakukan dengan bantuan SPSS, dengan output tabel koefisien sebagai berikut:

Tabel 17 Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) pada Pengumuman Kenaikan Dividen

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	B	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients		
		Beta			
1	(Constant)	,016	,097		,160 ,873
	DivYield	-,002	,003	-,048	-,799 ,425
	Size	-,003	,004	-,062	-,825 ,410
	Inst	,048	,067	,046	,712 ,477
	Beta	,008	,016	,031	,467 ,641
	MBVE	1,091	1,337	,055	,816 ,415

a. Dependent Variable: RTNK

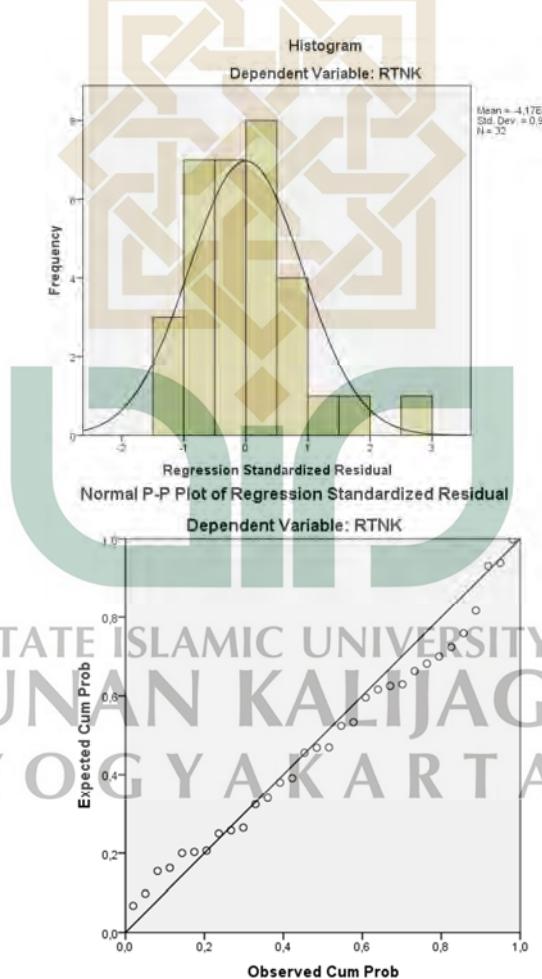
Sumber: Pengolahan data

Output ini menunjukkan bahwa pada Return tak Normal pengumuman kenaikan dividen tidak ada satupun variabel yang signifikan walaupun Inst dan MBVE memiliki t-hitung > t-tabel (0,675), tetapi tidak memenuhi syarat nilai sig < α (0,05) maka dikatakan tidak signifikan. Hal ini konstan masih tetap tidak signifikan untuk setiap regresi parsial variabel independen. Sehingga bisa bisa disimpulkan bahwa Return tak Normal pada peristiwa pengumuman kenaikan dividen pada tahun buku 2008 – 2012 tidak mampu dijelaskan semua karakteristik perusahaan yang dihipotesakan pada model pada tulisan ini.

4. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang Mengumumkan Dividen Tetap

a. Asumsi klasik

Berdasarkan output analisa SPSS didapatkan output histogram dan *normal P-P Plot regression standardized* sebagai berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 54 Analisa Normalitas Pada Pengumuman Dividen Tetap

Berdasarkan tampilan histogram terlihat bahwa kurva dependent dan regression standardized residual membentuk gambar seperti lonceng. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Berdasarkan tampilan *normal P-P plot regression standardized* terlihat bahwa titik – titik menyebar sekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan.

Tabel 18 Uji Normalitas dengan Jarque-Bera

	N	Descriptive Statistics		Kurtosis	
		Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic
Standardized Residual	33	1,112	,409	1,748	,798
Valid N (listwise)	33				

Sumber: Pengolahan data

Dari tabel output 4.19 didapatkan nilai *skewness* sebesar 1,112 dan *kurtosis* sebesar 1,748, maka dapat dihitung berdasarkan rumus 3.8

$$JB = n \left(\frac{s^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{24} \right) \dots 3.8$$

$$JB = 33 \left(\frac{1,112^2}{6} + \frac{(1,748-3)^2}{24} \right) = 8,95$$

Berdasarkan perhitungan diatas diperoleh nilai statsistik Jarque-Bera sebesar 8,95 sedangkan nilai X^2 tabel dengan df:0,01,5 adalah 15,1. Karena nilai statistik Jarque-Bera (8,95) < nilai X^2 tabel (15,1), maka nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

Untuk memeriksa adanya autokorelasi dengan memakai uji Durbin-Watson, dari pengolahan SPSS didapatkan

Tabel 19 Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,485 ^a	,235	,088	,121193312	2,038

a. Predictors: (Constant), MBVE, DivYield, Beta, Size, Inst

b. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka tidak ada otokorelasi jika nilai D-W statistik antara 1,54 s.d 2,46.

Berdasarkan hasil output SPSS didapatkan $1,54 < D-W stat (2,038) < 2,46$, sehingga bisa dikatakan bahwa tidak terditeksi adanya Autokorelasi.

Untuk menguji asumsi multikolonieritas akan digunakan Nilai *Tolerance* dan VIF hasil output SPSS berikut:

Tabel 20 Tabel Nilai Tolerance dan VIF Pada Pengumuman Dividen Tetap

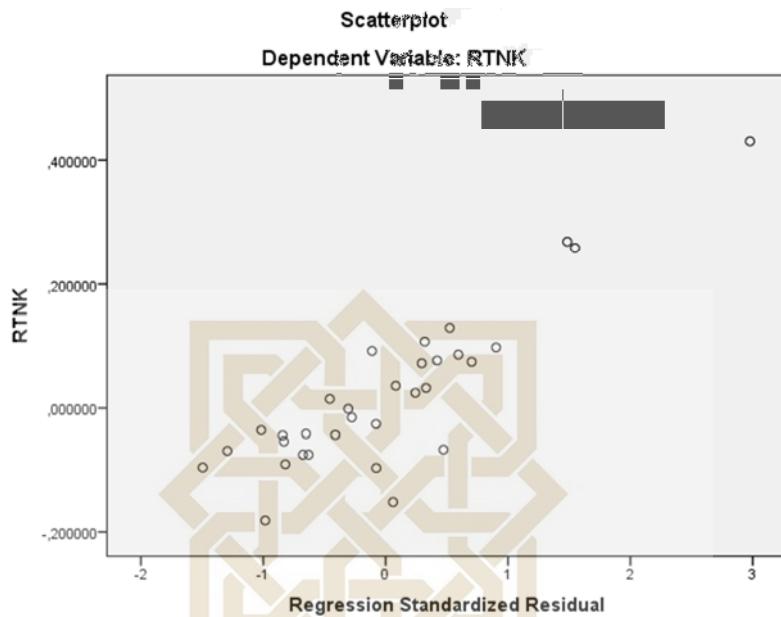
Model	Coefficients ^a		
	Collinearity Statistics		VIF
	Tolerance		
(Constant)			
1	DivYield	,943	1,061
	Size	,663	1,509
	Inst	,595	1,681
	Beta	,892	1,121
	MBVE	,615	1,627

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Berdasarkan Tabel 21 dapat diambil kesimpulan bahwa hanya variabel dYield dan Beta saja yang berada disekitar nilai 1. Sedangkan yang lainnya jauh diatas dan dibawah angka 1. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa dYield dan Beta tidak terbukti adanya multikolinieritas pada kedua variabel ini.

Untuk uji heterokedastisitas bisa dilihat pada output scatter plot berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 55 Uji Heterokedastisitas Pada Pengumuman Dividen Tetap

Pancaran data diatas menunjukkan bahwa tidak seluruh residu memiliki kecenderungan meningkat pada model regresi. Sehingga masih bisa dikatakan data terpencar dan belum sampai pada pola tertentu.

b. Persamaan Regresi Linier Berganda

Pengolahan data akan dilakukan dengan bantuan SPSS, dengan output tabel koefisien sebagai berikut:

Tabel 21 Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) pada Pengumuman Dividen Tetap

Model	Coefficients ^a			T	Sig.
	B	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients		
		Beta			
1	(Constant)	,012	,213		,055 ,957
	DivYield	,012	,007	,320	1,811 ,082
	Size	,006	,009	,131	,624 ,538
	Inst	-,096	,135	-,158	-,712 ,483
	Beta	,014	,038	,065	,356 ,725
	MBVE	-16,702	7,757	-,471	-2,153 ,041

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

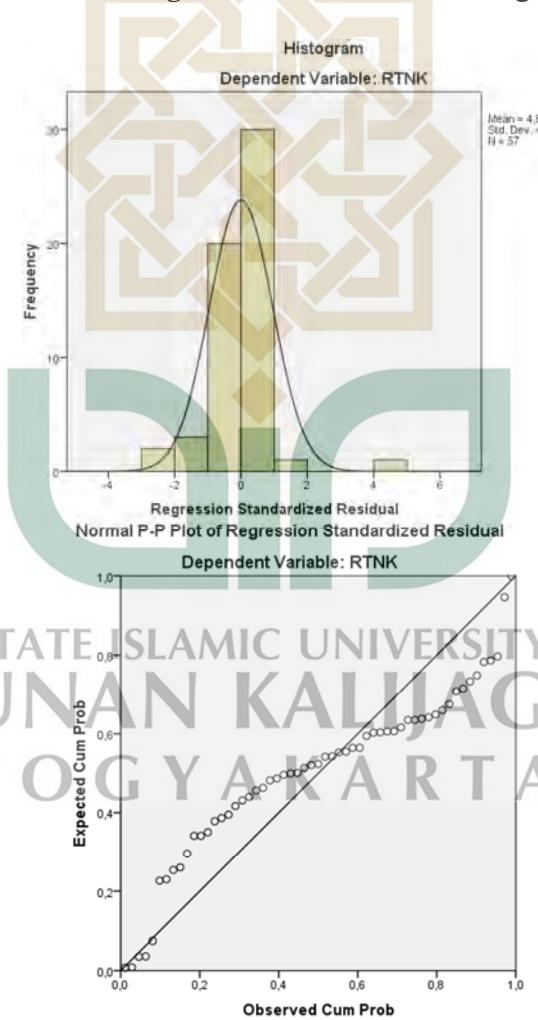
Output ini menunjukkan bahwa Return tak Normal tidak ada satupun variabel yang signifikan dengan $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ ($0,681$) walaupun MBVE dengan $\text{sig } 0,041$ memenuhi nilai $\text{sig} < \alpha$ ($0,05$) maka dikatakan tidak signifikan. Hal ini konstan, masih tetap signifikan jika satu persatu variabel lainnya dikeluarkan dari regresi. Sehingga bisa bisa disimpulkan bahwa Return tak Normal pada peristiwa pengumuman dividen tetap pada tahun buku 2008 – 2012 tidak mampu dijelaskan semua karakteristik perusahaan yang dihipotesakan pada model pada tulisan ini.

5. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang

Mengumumkan Tidak Membagikan Dividen

a. Asumsi klasik

Berdasarkan output analisa SPSS didapatkan output histogram dan *normal P-P Plot regression standardized* sebagai berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 56 Analisa Normalitas pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Berdasarkan tampilan histogram terlihat bahwa kurva dependent dan *regression standardized residual* membentuk gambar seperti lonceng. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Berdasarkan tampilan *normal P-P plot regression standardized* terlihat bahwa titik – titik menyebar sekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan.

Untuk memeriksa adanya autokorelasi dengan memakai uji Durbin-Watson, dari pengolahan SPSS didapatkan

Tabel 22 Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,246 ^a	,061	-,032	,230194842	1,600

a. Predictors: (Constant), MBVE, DivYield, Inst, Beta, Size

b. Dependent Variable: RTNK
Sumber: Pengolahan data

Sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka tidak ada otokorelasi jika nilai D-W statistik antara 1,54 s.d 2,46.

Berdasarkan hasil output SPSS didapatkan $1,54 < D-W \text{ stat} (1,600)$

$<2,46$, sehingga bisa dikatakan bahwa tidak terditeksi adanya Autokorelasi.

Untuk menguji asumsi multikolonieritas akan digunakan Nilai *Tolerance* dan VIF hasil output SPSS berikut:

Tabel 23 Tabel Nilai Tolerance dan VIF pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Model	Coefficients ^a	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
DivYield	,858	1,165
Size	,611	1,636
Inst	,818	1,222
Beta	,906	1,104
MBVE	,714	1,401

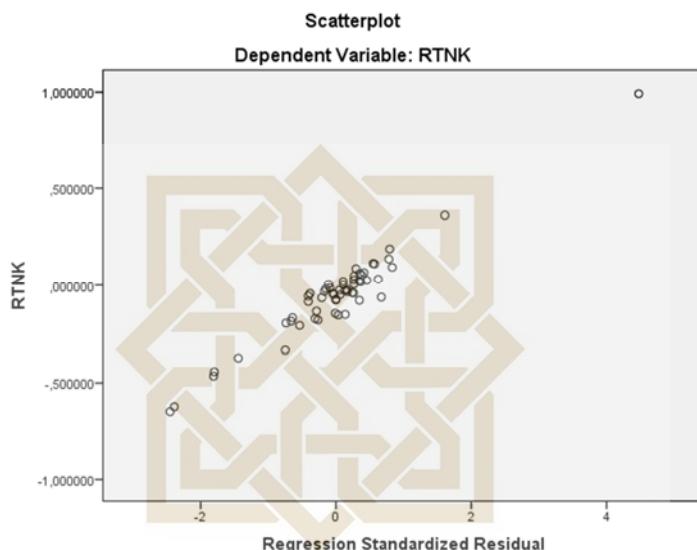
a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Berdasarkan Tabel 25 dapat diambil kesimpulan bahwa hanya variabel dYield Inst dan Beta saja yang berada disekitar nilai 1.

Sedangkan yang lainnya jauh diatas dan dibawah angka 1. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa dYield Inst dan Beta tidak terbukti adanya multikolinieritas pada ketiga variabel ini.

Untuk uji heterokedastisitas bisa dilihat pada *output scatter plot* berikut:



Sumber: Pengolahan data

Gambar 57 Uji Heterokedastisitas pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Pancaran data diatas menunjukkan bahwa tidak seluruh residu memiliki kecenderungan meningkat pada model regresi. Sehingga masih bisa dikatakan data terpencar dan belum sampai pada pola tertentu.

b. Persamaan Regresi Linier Berganda

Pengolahan data akan dilakukan dengan bantuan SPSS, dengan output tabel koefisien sebagai berikut:

Tabel 24 Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) pada Pengumuman Tidak Membagikan Dividen

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	B	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients		
		Beta			
1	(Constant)	,001	,282		,002 ,999
	DivYield	,009	,007	,180	1,231 ,224
	Size	-,007	,013	-,097	-,558 ,579
	Inst	,149	,164	,137	,912 ,366
	Beta	-,017	,040	-,063	-,440 ,662
	MBVE	1,927	4,338	,071	,444 ,659

a. Dependent Variable: RTNK

Sumber: Pengolahan data

Output ini menunjukkan bahwa Return tak Normal tidak ada satupun variabel yang signifikan dengan t-hitung > t-tabel (0,681) dan nilai sig < α (0,05) maka dikatakan tidak signifikan. Hal ini konstan, masih tetap tidak signifikan jika satu persatu variabel lainnya dikeluarkan dari regresi. Sehingga bisa bisa disimpulkan bahwa Return tak Normal pada peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen pada tahun buku 2008 – 2012 tidak mampu dijelaskan semua karakteristik perusahaan yang dihipotesakan pada model pada tulisan ini.

4. Pembahasan

a. Reaksi Pasar

Reaksi yang terjadi pada pengumuman penurunan dividen bisa dipahami bahwa pasar menanggapi positif penurunan atau bahkan tidak membagikan dividen. Hal ini diasumsikan bahwa perusahaan memberikan signal keadaan investasi masa depan perusahaan yang aktif. Sesuai dengan asumsi efisiensi pasar setengah kuat dari Fama (1970, 1991: 272-284), bahwa reaksi pasar terhadap harga saham pada perubahan dividen dikarenakan ketaksesuaian harapan yang tak teratisipasi sebelumnya. Oleh karena itu persoalan positif atau tidaknya kumulatif abnormal return tidaklah semata-mata memandang penurunan dan tidak dibagikannya dividen sebagai *bad news*. Tetapi, sesuai dengan model yang dikembangkan oleh Lintner (1965: 13-37) yang kemudian dilanjutkan oleh Fama dan Babiak (1968: 1132-1161) cara pandang terhadap *bad news* atau *good news* haruslah dipandang dari sudut ekspektasi pasar.

Hal ini sesuai dengan pendapat Yi Liu, Samuel H. Szewczyk, dan Zaher Zantout (2008: 987-1020) tentang pentingnya mengontrol analisa reaksi pasar terhadap

pengumuman dividen berdasarkan performa pendapatan perusahaan (lihat juga Doron Nissim, 2005: 22). Yi Liu sendiri kemudian mengungkapkan dengan meneliti 2.337 dividen tunai dari periode 1927 sampai 1999 bahwa, dalam jangka panjang ditemukan bahwa dividen tidaklah mempengaruhi return. Walaupun Yi Liu juga mengatakan begitu banyaknya variasi pendapat dalam memahami kebijakan dividen dan peristiwa pengumumannya ditenggarai karena kemungkinan bermacamnya metode statistik yang digunakan dan kemungkinan kesalahan metode yang digunakan tersebut.

Tetapi, sebuah riset pengumuman di Jerman oleh Christian Andreas at., al. (2009: 25-26) mengungkapkan hal yang sebaliknya. Penelitiannya menunjukkan bahwa penelitiannya yang dilakukan pada lebih dari 500 pengumuman kenaikan dividen, kurang dari setengahnya menunjukkan reaksi peristiwa positif. Pengumuman kenaikan dividen menunjukkan tidak adanya berita/informasi (*no-news events*) hal ini berarti bahwa kenaikan dividen telah diantisipasi atau diperkirakan oleh pasar. Atau, walaupun pada reaksi peristiwa negatif, hal itu bisa dijelaskan karena analis telah memperkirakan kenaikan dividen yang lebih besar. Hasil

pada pengumuman dividen tetap (*unchanged dividends*) dan penurunan dividen (*dividend decreases*) menunjukkan hasil dan arah yang sama. Yang diharapkan pada sebuah pasar yang efisien, harga saham bereaksi terhadap kejutan dalam pengumuman dividen, bukanlah semata – mata pada perubahan dividen. Hasil ini menunjukkan hal sama ketika penelitian dikontrol dengan kejutan pada pengumuman laba, yang biasanya seringkali bersamaan dengan pengumuman dividen. Pada tulisan ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen lebih informatif dari pada pengumuman laba.

Kesimpulan yang sama didapatkan Colombanus Ambar Pujiharjanto, (1994: 1-2) sebagai hasil pengamatannya terhadap pengumuman dividen dan laba pada periode 1989 – 1993 di Bursa Efek Jakarta. Pengumuman laba direaksi pasar secara signifikan tahun 1991, 1992 dan 1993. Dan hasil penelusurannya menemukan bahwa pada tahun 1991 dan 1992 ditemukan pengumuman dividen lebih dihargai investor dari pada pengumuman laba. Pada sisi lain Michaely, Thaler dan Womack (1995: 573-608) dalam penelitiannya pada peristiwa pengumuman tidak membagikan dividen (*dividend Omission*)

periode 1964 – 1988 menemukan bahwa, pengumuman dividen memang lebih mendapatkan porsi besar perhatian dari pada pengumuman laba.

Persoalan penghargaan investor terhadap pengumuman ternyata sangat tergantung pada situasi umum dari bursa saham. Penelitian Joni Salminen (2008) yang memperbandingkan pengumuman dividen pada periode 2000 - 2002 ketika terjadi resesi dan 2005 - 2007 ketika investor mendapatkan *capital gains* yang besar di Bursa Saham Amerika. Hasil empiris menunjukkan bahwa Investor terlihat lebih menghargai pengumuman kenaikan dividen pada masa harga saham sedang jatuh. Bahkan secara substansi return tak normal pada periode 2005 - 2007 tidak dapat ditemukan. Sehingga bisa disimpulkan berdasarkan seluruh sampel bahwa return tak normal pada masa resesi secara signifikan positif lebih tinggi dari pada masa ketika pasar sedang *booming*.

b. Efisiensi Pasar

Hasil analisa data menunjukkan bahwa pada pengumuman dividen untuk pertamakalinya pasar tidak efisien. Hal ini

ditunjukkan oleh banyaknya observasi yang signifikan dan diterima secara teori. Bahkan terdapat 4 observasi sebelum *event day*, yang menyimpulkan terjadinya kebocoran informasi. Pada pengumuman penurunan dividen terdapat 4 observasi yang signifikan tetapi bertolak belakang dengan teori. Walaupun 1 observasi menunjukkan signifikan dan sesuai dengan teori, observasi ini terjadi sebelum *event day*. Dan 2 observasi yang signifikan tetapi bertolak belakang dengan teori, memang berlangsung setelah *event day*. Tetapi kedua observasi ini tidak kontinyu.

Pada pengumuman kenaikan dividen terjadi time lag pada ketiga observasi dan sesuai dengan teorinya. Pada pengumuman tidak terjadinya kenaikan dividen terdapat 8 observasi yang sesuai dengan teori. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi berkepanjangan sehingga menunjukkan pasar juga tidak efisien. Sedangkan pada pengumuman tidak membagikan dividen terdapat 3 observasi yang signifikan dan sesuai dengan teori dan terjadi *time lag*. Sehingga hal ini juga menunjukkan bahwa pasar tidak efisien.

Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Yulianto , Hans (1999) yang menemukan bahwa Pada tahun 1997 kondisi Bursa Efek Jakarta belum termasuk efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan harga-harga saham belum mencerminkan secara penuh informasi pengumuman deviden, yang berarti bahwa pasar bereaksi secara lambat yang ditandai dengan adanya reaksi pasar beberapa hari sesudah pengumuman deviden disampaikan kepada publik. Sehingga disimpulkan bahwa pengumuman deviden belum merupakan good news bagi investor, informasi pengumuman deviden belum diterima secara bersamaan oleh investor, serta Bursa Efek Jakarta bereaksi secara lambat terhadap pengumuman deviden.

Doddy Setiawan & Siti Subekti (2004) mengatakan bahwa Pengujian terhadap efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi mencakup pengujian terhadap kandungan informasi pengumuman dividen dan kecepatan reaksi pasar. Analisa data menunjukkan pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi namun investor bereaksi lambat. Berdasarkan pada tulisan ini, BEJ selama periode krisis moneter belum efisien setengah kuat secara informasi. Hasil pengujian ketepatan reaksi

pasar menunjukkan investor bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat bertumbuh dan tidak bertumbuh. Investor belum canggih dalam menanggapi pengumuman dividen meningkat yang disampaikan emiten. Secara umum, investor menanggap pengumuman dividen meningkat sebagai kabar baik sehingga mereka tidak mengolah informasi tersebut secara lebih lanjut. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia selama krisis moneter belum efisien setengah kuat secara keputusan. Analisa data konsisten dengan penelitian Sujoko (1999) dan Setiawan dan Hartono (2003) yaitu BEJ belum efisien setengah kuat secara keputusan.

Persoalan kebocoran informasi sebagai wujud ketidakefisienan pasar juga ditunjukkan oleh Aldi Muhamad Yusup (2014) pada Pengumuman Pembagian Dividen Terhadap Return Harga Saham-Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode Desember 2010 – November 2011. Adanya reaksi pasar sebelum peristiwa pengumuman pembagian dividen mengindikasikan tidak efisiennya pasar modal syariah. Adanya kemungkinan kebocoran informasi dan masih adanya tindakan spekulasi dalam

pasar modal dapat menjadi faktor yang dapat membuat pasar menjadi tidak efisien.

Sebagaimana diuraikan Utama (dalam Tim Bapepam, 2011), terdapat beberapa faktor yang diduga turut mendukung ketidakefisienan pasar, seperti tingkat likuiditas yang masih rendah dan belum terbukanya Emiten dalam mengungkapkan informasi sebenarnya. Selanjutnya, Sukamulja (dalam Tim Bapepam, 2011) mengemukakan beberapa kondisi investor di pasar modal Indonesia yang dapat berkontribusi terhadap lemahnya efisiensi pasar, di antaranya:

1. Investor memiliki informasi yang tidak simetris;
2. Investor cenderung irasional dalam mengambil keputusan, di antaranya karena pengetahuan yang kurang memadai;
3. Investor seringkali bereaksi berlebihan terhadap suatu perkembangan terbaru;
4. Investor cenderung kurang mengikuti konsep investasi pasar modal (misalnya, mempertimbangkan risiko dan imbal hasil serta berinvestasi untuk jangka panjang).

c. Karakteristik perusahaan

1) *Dividend Yield*

Analisa data yang menunjukkan tidak signifikannya *dividen yield* dalam mempengaruhi besarnya return tak normal pada pengumuman dividen (kecuali pada pengumuman dividen pertama kalinya), sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Christian Andreas at., al. (2009: 26-27). Christian meneliti kumulatif abnormal return 16 sampel industri di Jerman. Hal ini menurut Christian sesuai dengan temuan sebelumnya bahwa *dividen yield* tidak memiliki kekuatan untuk menjelaskan jika persamaan regresi berdasarkan ekspektasi pasar.

Tidak adanya koefisien yang signifikan pada perubahan *dividend yield* ketika penurunan dividen sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sri Mulyati (2003: 233-249). Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 52 saham perusahaan yang terdiri dari 25 perusahaan yang membayar dividen turun. Periode pengamatan pada tulisan ini adalah tahun 1995 dan 1996. data yang digunakan berupa data sekunder yang terdiri dari data harga saham perusahaan, Indeks Harga Saham Gabungan, dividen per lembar saham dan data dividend yield perusahaan.

Abonormal return dihitung dengan menggunakan model pasar.

Metode statistik yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah uji t.

Tetapi bertolak belakang dengan hasil penelitian Pradipta Puri (2011: 40) yang menyimpulkan bahwa Pengaruh *deviden yields* signifikan terhadap *cummulatif abnormal return*. Penelitian dilakukan pada kebijakan deviden dan kebijakan hutang pada tingkat pertumbuhan perusahaan pada perusahaan non-bank yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004-2008.

Sebaliknya penelitian Semra Karacaer dan Pelin Ozek, (2009: 156-162) terhadap 65 perusahaan yang mengumumkan dividennya di Bursa Saham Turki, *Istanbul Stock Exchange*, pada periode 2003 – 2007 menunjukkan signifikannya pengaruh *dividend yield* terhadap return tak normal.

Analisa data yang menunjukkan tidak signifikannya *size*, diperkuat oleh penelitian penelitian Semra Karacaer dan Pelin Ozek, (2009: 156-162) terhadap 65 perusahaan yang mengumumkan dividennya di Bursa Saham Turki, *Istanbul Stock*

Exchange, pada periode 2003 – 2007 menunjukkan signifikannya pengaruh *dividend yield* terhadap return tak normal. Hasil ini bertolak belakang dengan temuan Christian Andreas at., al. (2009: 26-27). Yang menemukan bahwa di Jerman, *Size* mempengaruhi secara negatif besarnya *abnormal return* pada pengumuman dividen.

Penelitian In-Mu Haw dan Wi-Saeng Kim (1991: 325) menunjukkan hal yang berkebalikan dengan temuan pada tulisan ini. Penelitian Haw dan Kim memperlihatkan bahwa pengaruh *size* terhadap reaksi pasar atas perubahan dividen yang tidak sesuai harapan menunjukkan bahwa, setelah sampel di control berdasarkan besarnya perubahan dividen, terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan (*size*) dengan return tak normal disekitar tanggal pengumuman dividen. Lebih lanjut dikatakan bahwa, penelitian terhadap 679 sampel, terdapat 126 pengumuman kenaikan dividen pada periode 1975-1984. Test ditunjukkan terlebih dahulu pada kesalahan perkiraan dividen. Persamaan regresi menunjukkan indikasi negatif dan signifikan return tak normal di sekitar tanggal pengumuman.

3) *Institutional*

Analisa data yang menunjukkan tidak signifikannya kepemilikan institusional terhadap return tak normal, sejalan dengan pada tulisan ini Ni Luh Putu Wiagustini, dkk. (2012: 123-124) menemukan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham. Hal ini berarti besar atau kecilnya kepemilikan saham oleh institusi pada perusahaan manufaktur di BEI tidak berdampak langsung pada perubahan Harga Saham.

Indikasi kepemilikan institusional ini juga dikemukakan oleh Christian Andreas at., al. (2009: 26-27) yang mengungkapkan penelitian pengumuman dividen di Jerman, sebuah negara yang memiliki *institutional setting* dan lingkungan pasar modal yang secara substantif berbeda dengan Amerika Serikat dan Inggris. Di daratan eropa, seperti halnya Jerman, ditemukan karakteristik terkonsentrasiannya kepemilikan dan lemahnya proteksi kepemilikan minoritas. Sehingga selain adanya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer, juga ditemukan fakta empiris konflik kepentingan antara kepemilikan mayoritas (*large blockholders*) dan kepemilikan minoritas (*minority shareholders*) dalam

kepemilikan saham yang terkonsentrasi, persis sama dengan fakta empiris yang ditemukan pada tulisan ini di Indonesia.

4) Beta

Analisa data menunjukkan tidak signifikannya pengaruh beta, bertolak belakang dengan hasil penelitian Gosh dan Woolridge (1988) melakukan penelitian mengenai reaksi pasar terhadap *dividend cut/omission* serta menggunakan model regresi berganda untuk mengetahui pengaruh kinerja saham sebelumnya, Menemukan bukti empiris bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen omisi dan dipengaruhi oleh kinerja saham sebelum pengumuman. Hasil yang sama ditemukan pengaruh beta pada pengumuman dividen yang diteliti Rajiv Sant dan Arnold R. Cowan.(1994:1113-1133). Rajiv meneliti 381 omissions, berdasarkan *the Wall Street Journal Index for news of the omission announcements* periode 1963-1986. Pendapat GW ini diperkuat oleh penelitiannya Below dan Jhonson (1996: 15-26) yang menyebutkan Beta dapat diinterpretasikan sebagai ukuran dari pergerakan harga saham harapan dimasa depan yang diperkirakan pasar. Sebagai hasilnya dia berargumentasi bahwa beta yang tinggi

akan bereaksi lebih besar pada penurunan dividen dari pada beta saham yang rendah, karena penurunan saham pada beta saham yang tinggi dapat menjadi sinyal bahwa manajemen pesimis tentang prospek dari cash flow atau harga saham disekitar periode kebijakan dividen ini. Jadi beta memiliki koefisien negatif pada penurunan dividen. Sedangkan pada pengumuman kenaikan dividen pada beta saham yang tinggi haruslah terlihat reaksi yang kecil daripada beta saham yang rendah.

5) Peluang Pertumbuhan (*MBVE*)

Analisa data menunjukkan tidak signifikannya pengaruh *Market Book Value to Equity*, hal ini sejalan dengan temuan Cecilia Triana (2012: 123) bahwa Pengaruh tidak langsung dari Set Kesempatan Invesasi (*MBVE*) terhadap Harga Saham melalui Kebijakan Dividen adalah berpengaruh tidak signifikan. Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2006 – 2008. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria semua perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membagikan dividen kas secara terus menerus selama

periode 2006 – 2008 dan memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode 2006-2008.

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti memiliki banyak kesempatan investasi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*.

6) Keadaan Umum Kebijakan Dividen

Dalam tulisan ini teori *Information Content Hypothesis* yang dikemukakan oleh Modigliani – Miller (1961: 430) merupakan salah satu model yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham terbukti dalam hal efesien secara keputusan kecuali pada pengumuman kebijakan dividen tetap yang menunjukkan bahwa pasar secara meyakinkan tidak efesien karena reaksi pasar yang relatif lama dan lambat. Temuan ini mendukung teori *dividend policy* oleh Merton

Miller dan Franco Modigliani, terutama secara meyakinkan pada pengumuman penurunan dividen.

Beberapa kalangan berargumen bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun biaya modalnya. Jika Kebijakan Dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan maka hal tersebut tidak relevan. Modigliani – Miller mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, prilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen saat ini adalah tidak relevan. Penelitian Modigliani – Miller mengabaikan bahwa terdapat informasi yang tidak sama antara pihak yang melakukan transaksi.

Tidak terdapatnya pengaruh signifikan dari dividen juga dikemukakan oleh Black dan Scholes (1974: 1-22). Black dan Scholes berpendapat bahwa didalam kondisi keputusan investasi yang given, membayarkan dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh earning power dari asset perusahaan, karena itu nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi sedangkan keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau

akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Teori Kebijakan Dividen Modigliani-Miller ini menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru.

Perihal karakteristik perusahaan yang mempengaruhi reaksi pasar pada pengumuman dividen, ditemukan bahwa dari semua karakteristik yang dimodelkan dalam pada tulisan ini tidak ada satupun yang signifikan berpengaruh. Kecuali *Dividen Yield*, itupun hanya pada peristiwa pengumuman dividen pertamakalinya (*dividend initiations*) hal ini menunjukkan bahwa pandangan investor terhadap pengumuman dividen masihlah semata-mata persoalan berapa nominal dividen yang disisihkan perusahaan dari Laba. Hal ini bisa dipandang dari dua hal, pertama investor di Bursa Efek Indonesia masih berpikiran jangka pendek. Kebijakan dividen sebagai kebijakan yang ditujuan untuk memberikan prediksi perusahaan dimasa depan belum diambil oleh dengan layak oleh investor. sehingga kebijakan dividen dipandang oleh para investor semata – mata persoalan nominal belaka.

Kemungkinan pandangan yang kedua adalah investor memandang bahwa dividen telah mewakili seluruh informasi yang dimiliki oleh para manajer keuangan di perusahaan yang mengumumkan kebijakan dividen. Sehingga karakteristik perusahaan tidak begitu menjadi pertimbangan investor. Diluar kedua hal itu, kemungkinan biasnya hasil penelitian karena kesalahan pengambilan karakteristik perusahaan yang dianggap penting dan metodenya tidak tepat seperti yang telah diindikasikan Yi Liu pada pembahasan sebelumnya.

Analisa data menunjukkan bahwa data jenis perusahaan yang menurunkan atau menaikkan dividen tidak bisa langsung diteliti efisiensi keputusan pasarnya sebagaimana yang telah dilakukan dalam pada tulisan ini. Hal ini karena bagi perusahaan yang memilih berinvestasi karena adanya kemungkinan keuntungan yang lebih besar dimasa depan (*good news*) dibandingkan dengan menggunakan sumber pendanaan lain. Tentu berinvestasi atau tidaknya juga bukan suatu ukuran *bad news* atau *good news* nya berita naik dan turunnya dividen. Oleh karena itu, harus juga dilakukan *cross cek* terlebih dahulu apakah investasi tersebut memang memiliki rasio yang cukup baik (*Return on Investment*

dan *Return on Equity*-nya). Sehingga menjadi penting klasifikasi perusahaan yang menaik dan menurunkan dividen ini dari klasifikasi *Net Profit Margin*-nya.

Dengan pertimbangan yang sama sebagai mana pendapat Christian Andres pada pemaparan sebelumnya, untuk analisa pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pengumuman dividenpun pengolahan data menunjukkan adanya kencenderungan kemiripan lingkungan bursa saham Indonesia dengan Jerman dari pada dengan Amerika Serikat. Sehingga dalam upaya memahami pengaruh karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar pada pengumuman dividen maka dipandang penting untuk memilah data terlebih dahulu berdasarkan indikasi kepemilikan institusional dan rasio – rasio investasinya. Dalam upaya melibatkan rasio – rasio investasi ini maka selanjutnya dimungkinkan melibatkan karakteristik fundamental perusahaan berupa kinerja keuangan perusahaan. Hal ini bertujuan mengurangi bias terhadap hasil penelitian reaksi pasar ini.

7) Implikasi Kebijakan

Bagi PT. Bursa Efek Indonesia

Atas dasar temuan signifikannya reaksi pasar terhadap pengumuman dividen, maka Analisa data membuktikan bahwa pada prinsipnya investor memperhitungkan besarnya *dividen yield* seperti halnya dengan *capital gain (loss)*. Sehingga indikasi pihak Regulator di Bursa Efek Indonesia bahwa BEI sedang mengkaji regulasi yang mengatur kewajiban emiten untuk membagikan dividen jika telah mengalami keuntungan paling tidak dalam 2 tahun berurutan memang sesuai dengan keinginan pasar.

Atas dasar temuan adanya indikasi kebocoran informasi sehingga mengakibatkan kemungkinan beberapa trader mengambil keuntungan pada pengumuman dividen, maka regulator di Bursa Efek Indonesia harus mengkaji lebih dalam kemungkinan ini. Pengambilan keuntungan dilantai bursa hakikatnya adalah tujuan dari setiap *trader/ investor*. Tetapi jika ini diakibatkan karena adanya kebocoran informasi yang diterima oleh pelaku pasar sebelum pengumuman dividen dilakukan. Kebocoran informasi ini mungkin disebabkan oleh keinginan beberapa pihak dalam perusahaan untuk mengeruk keuntungan sendiri dengan

membocorkan informasi yang seharusnya hanya dimiliki oleh pihak perusahaan. Hal ini dimanfaatkan oleh investor yang menerima akses informasi untuk digunakan dalam melakukan transaksi (*insider trading*). Insider trading yang merupakan tindak pidan jika dibiarkan dan berulang tentu akan mengakibatkan menurunnya kredibilitas Bursa. Sehingga memungkinkan Bursa kehilangan kepercayaan dari investor untuk melakukan transaksi. Oleh karena itu, regulasi dan tindakan atas pelanggaran ini haruslah diperkuat.

Atas dasar temuan struktur kepemilikan saham pada masing – masing emiten pada pengumuman dividen ini. Data menunjukkan, di Indonesia investor institusional ini pada umumnya terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding companies* yang masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga di mana pihak manajemen perusahaan masih merupakan bagian dari perusahaan - perusahaan keluarga tersebut (Sudarma, 2004: 1). Dengan demikian, walaupun *institutional holding* tergolong *outsider's holding* bersama dengan pemegang saham yang berasal dari publik (masyarakat), namun boleh dikatakan status sebagai *outsider* dari *institutional holding* tersebut menjadi semu, karena

dalam kenyataannya mereka memiliki afiliasi yang kuat dengan manajemen, bahkan dikatakan pula bahwa manajemen sebagai kepanjangan tangan dari *institutional holders* tersebut. Struktur kepemilikan sebagai-mana tersebut di atas, di mana *institutional holding* merupakan pemegang saham mayoritas, mengakibatkan lemahnya posisi pemegang saham yang benar-benar berasal dari publik yang justru berada pada posisi pemegang saham minoritas. Manajemen pada umumnya merupakan kepanjangan tangan dari golongan pemegang saham mayoritas tersebut. Dengan kondisi demikian, perusahaan publik khususnya di lingkungan pasar modal di Indonesia bisa dikatakan tidak atau belum memiliki makna sebagaimana namanya. Dengan porsi kepemilikan yang rata-rata tidak lebih dari 35,89%, pemegang saham dari unsur publik (pemegang saham minoritas) tidak bisa berbuat banyak dalam hal kontrol terhadap perusahaan. Regulator Bursa Efek Indonesia harus mangambil langkah – langkah yang dianggap perlu, sehingga memperbesar kepemilikan saham publik yang dipegang oleh masyarakat sehingga kepemilikan saham lebih menyebar dan tidak terkonsentrasi pada keluarga tertentu sebagai pemegang saham mayoritas.

Bagi Emiten

Reaksi yang diberikan oleh pasar pada setiap kebijakan yang dikeluarkan oleh emiten tentu harus diapresiasi oleh manajemen. Pada tulisan ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman dividen. Sehingga manajemen patut mempertimbangkan dengan baik kebijakan dividen dimasa yang akan datang. Apapun kebijakan yang diambil oleh perusahaan baik itu kebijakan dividen smoothing maupun residual haruslah dilakukan dengan alasan – alasan yang jelas dan transparan kepada publik. Dalam pada tulisan ini ditunjukkan bahwa pasar bereaksi tidak semata-mata pada nominalnya, kecuali pada pengumuman dividen pertamakalinya. Pasar ternyata juga bisa memberi apresiasi positif terhadap penurunan dividen dari tahun sebelumnya. Hal ini berarti pasar telah cukup cerdas membaca alasan yang diajukan oleh manajemen perusahaan.

Hal ini juga berlaku untuk kebijakan pengumuman dividen pertama kalinya, pada jangka pendek memang penyisihan dividen atas laba cukup menyenangkan investor/ pemilik saham. Tetapi jika kemudian kinerja keuangan perusahaan memburuk pasca dividen initiations maka, investor akan berbalik mengapresiasi

negatif kebijakan perusahaan selanjutnya. Menurun dan hilangnya kepercayaan investor tentu harus dihindari oleh manajemen perusahaan. Oleh karena itu pembagian dividen yang hanya bertujuan untuk menyenangkan atau bahkan memenuhi kebutuhan jangka pendek pemilik saham tertentu akan berdampak sangat buruk pada jangka panjang, seperti halnya telah dipaparkan pada pembahasan sebelumnya.

Bagi Investor

Temuan pada tulisan ini menunjukkan bahwa memandang kebijakan dividen sebagai kebijakan yang berdiri sendiri akan sangat berbahaya bagi para investor yang mengharapkan dividen yield dan capital gain. Pada tulisan ini menunjukkan bahwa pandangan jangka pendek terhadap kebijakan dividen baik dalam upaya mempertimbangkan tren dividen perusahaan yang bersangkutan maupun karakteristik perusahaan yang mengumumkan kebijakan dividen akan berdampak buruk bagi investor. Kesalahan estimasi tentu akan merugikan investor, upaya pemodelan dalam pada tulisan ini ternyata tidak cukup kuat untuk menjelaskan reaksi pasar. Reaksi pasar yang berbanding lurus

dengan probabilitas return yang akan diterima investor ternyata harus melibatkan variabel yang lebih kompleks. Tidak semata – mata pergerakan taktikal historisnya, tetapi harus pula melibatkan kemungkin – kemungkinan lain variabel yang bersentuh. Dalam pembahasan sebelumnya ditemukan kemungkinan indikasi pentingnya melibatkan karakteristik fundamental perusahaan dilibatkan dalam model upaya memahami reaksi pasar terhadap pengumuman dividen. Tidak signifikannya variabel kinerja keuangan ini dalam mempengaruhi reaksi pasar pada penelitian sebelumnya tentu tidak perlu menghalangi kita dalam upaya membuat model yang paling fit. Pengalaman pada tulisan ini menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman dividen relatif tergantung pada kapan dan dimananya. Upaya melakukan generalisasi/tampaknya belum mampu dilakukan. Oleh karena itu dipandang penting bagi investor untuk melibatkan sebanyak mungkin variabel dalam membangun model upaya memahami reaksi pasar terhadap pengumuman dividen.

BAB XIII

KEPUTUSAN INVESTASI-PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

A. Teori Pecking Order

Teori struktur modal telah mengalami perkembangan dari waktu ke waktu. Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbalan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Menurut J. Fred Weston dan Thomas E Copeland (1996) mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Perkembangan teori struktur modal dimulai dari kemunculan *The Net Income Approach* (pendekatan penghasilan bersih), *The Net Operating Income Approach* (pendekatan penghasilan operasional bersih), dan *Traditional Approach* (pendekatan tradisional). Pendekatan laba bersih (*Net Income*) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan biaya utang yang konstan pula. Karena biaya modal saham dan biaya utang adalah sama, maka semakin besar utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang akan semakin kecil. Jika biaya modal rata-rata tertimbang semakin kecil sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar, maka

nilai perusahaan akan meningkat. Persoalannya adalah apakah dalam kenyataannya ada perusahaan dapat memperoleh pembiayaannya dengan 100% utang.

Pendekatan laba operasi bersih (*Net Operating Income*) mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang adalah konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama, diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan *Net Income*. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar, oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan oleh utang. Konsekuensinya adalah biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan dalam situasi ini keputusan struktur modal menjadi tidak penting. Pendekatan tradisional (*Traditional Approach*) diasumsikan dalam pendekatan ini bahwa hingga satu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan, sehingga biaya modal baik utang (Kd) maupun saham (Ke) relative konstan. Tetapi setelah *leverage* atau rasio tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya karena penggunaan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan

meningkat. Oleh karena itu nilai perusahaan pada awalnya meningkat dan kemudian menurun sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar. Dengan dimikian menurut pendekatan tradisional ini terdapat suatu struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan.

Pada tahun 1958, teori struktur modal mengalami perkembangan, dengan dikemukakannya teori struktur modal modern oleh Franco Modigliani & Merton Miller (MM) yang menggunakan 2 pendekatan. Pendekatan teori MM tanpa pajak:

a. Preposisi 1

MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan tidak lain merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan atau *expected net operating income* ($NOI = EBIT$) dengan tingkat kapitalisasi (K_o) konstan yang sesuai dengan tingkat resiko perusahaan

b. Preposisi 2

MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium resiko. Dimana besar kecilnya resiko tergantung atas selisih antara biaya modal sendiri dan biaya utang perusahaan yang tidak memiliki leverage dikalikan dengan besarnya utang.

c. Preposisi 3

MM berpendapat bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi.

Pendekatan teori MM bila ada pajak:

a. Preposisi 1

MM berpendapat bahwa nilai perusahaan yang memiliki *leverage* sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak. Adapun nilai perlindungan pajak ini adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan utang perusahaan.

b. Preposisi 2

MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium resiko. Besarnya premium risiko ini tergantung atas besarnya utang dan selisih atas biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dan biaya utang.

c. Preposisi 3

Sama seperti dalam kondisi tidak ada pajak, perusahaan seharusnya melakukan investasi sepanjang memenuhi syarat

Pendekatan teori MM ini dilakukan dengan adanya pajak penghasilan perusahaan dan pajak pendapatan perseorangan. Pendekatan ini sama seperti pendekatan-pendekatan terdahulu hanya saja pada pendekatan ini, kita memasukkan adanya nilai penghasilan perusahaan dan pajak pendapatan perseorangan.

Munculnya teori MM ini sangat berguna bagi perkembangan teori struktur modal, walaupun teori ini kurang relevan karena penggunaan asumsi pasar modal sempurna, sedangkan pada kenyataannya pasar modal adalah tidak sempurna. Bukti ketidaksempurnaan ini antara lain adalah adanya pajak, biaya transaksi, informasi yang tidak simetris, adanya biaya kebangkrutan, dan terjadinya perubahan biaya utang ketika proporsi jumlah hutang berubah (Husnan, 2010). Oleh karena itu pengembangan teori struktur modal selanjutnya dengan mengubah asumsi, sehingga semakin mendekati kondisi riil. Kelemahan teori-teori sebelumnya diperbaiki oleh kemunculan *Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory*.

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of*

leverage dengan *financial destress* dan *agency cost of leverage*.

Leverage merupakan jumlah utang yang digunakan untuk membiayai / membeli aset-aset perusahaan. Perusahaan yang memiliki utang lebih besar dari *equity* dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi (Fakhruddin, Hendy M. 2008). Tingkat keuntungan dan pajak suatu perusahaan mempunyai hubungan yang positif, sehingga perusahaan tersebut memiliki motivasi untuk mengurangi pajak perusahaan, yang antara lain dapat dilakukan dengan meningkatkan hutangnya. Dalam hal ini hutang bertindak sebagai Pengurang pajak penghasilan (*tax shields*), karena dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga kepada pihak yang memberikan hutang.

Financial distress, berarti kesulitan dana untuk menutup kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan yang lebih serius, yaitu jika hutang lebih besar dibandingkan dengan aset. Indikator yang menunjukkan apakah suatu perusahaan mengalami *financial distress* antara lain ditandai dengan adanya pemberhentian tenaga kerja atau hilangnya pembayaran dividen, serta arus kas yang lebih kecil daripada hutang jangka panjang (Whitaker, 1999)

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dari

internal, *retained earning*, kemudian utang berisiko rendah dan terakhir *ekuitas* (Myers, 1984). *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal. Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh asimetrik informasi. Dasar pemikirannya didasarkan pada penjelasan berikut ini, (Meyers, 1984): Para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka enggan untuk menerbitkan saham ketika percaya saham mereka adalah *undervalued*. Investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak dan mereka mencoba menerbitkan sesuai waktu yang tepat. Para manajer menginterpretasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas hanya pada harga *discount*. Perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order theory* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan investasi yang baik, karena saham tidak dapat dijual pada “*fair Price*”.

Menurut Myers (1996) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber dana dengan mengacu *packing order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (utang), dan *equity* (modal sendiri).

1. Pertumbuhan Perusahaan Melalui Pendekatan Proksi IOS

Smith dan Watts (1992: 263-292) menjelaskan bahwa IOS adalah komponen nilai perusahaan yang berasal dari pilihan untuk membuat investasi di masa depan. Penelitian Kallapur dan Trombley (1999: 3-5) menyatakan bahwa IOS perusahaan memengaruhi cara perusahaan dinilai oleh manajer, pemilik, investor dan kreditor. Sementara Kole dan Lehn (1991:) menjelaskan bahwa nilai IOS bergantung pada pengeluaran yang oleh manajemen masa depan dan saat ini diharapkan dapat memberikan pengembalian yang lebih besar daripada biaya modal. Bahkan terkait dengan pergerakan harga saham, Khanna dan Palepu (1999) menyatakan bahwa IOS menjadi faktor yang dominan. Dari definisi di atas, dapat diinterpretasikan bahwa IOS berisi dua istilah. Pertama, IOS merupakan keputusan investasi oleh perusahaan untuk memberikan pertumbuhan positif, sehingga IOS dianggap sebagai prospek pertumbuhan. Kedua, IOS adalah kemampuan perusahaan untuk menentukan jenis investasi yang akan dilakukan. Bagi perusahaan yang tidak mampu memilih investasi yang tepat, maka pengeluaran akan lebih tinggi dari nilai kesempatan yang hilang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa IOS adalah hubungan antara pengeluaran saat ini dan nilai masa depan/ pengembalian/

prospek sebagai akibat dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai pemegang saham.

Nilai perusahaan merupakan gabungan antara *asset in place* dan *opsi future investment*. *Opsi future investment* tersebut tidak hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibanding perusahaan lain dalam satu kelompok industri.

Kemampuan perusahaan tersebut tidak dapat diukur secara pasti atau tidak dapat diobservasi. Oleh karena itu, dikembangkan suatu proksi untuk pertumbuhan perusahaan yang selanjutnya disebut Proksi IOS. Penelitian ini menggunakan lima proksi IOS sesuai yang telah digunakan oleh Subekti & Kusuma (2000: 356-370); AlNajjar & Ahmed (2001: 72-99), yaitu *book value of plant, property, and equipment to asset ratio (PPE/BVA)*, *market to book of asset ratio MVA/BVA*, *market to book of equity ratio (MVE/ BE)*, *price earning ratio (PER)*, dan *capital addition to book of asset ratio (CAP/ BVA)*.

Dalam mengukur *Invesment Opportunity Set* Kallapur dan Trombley (2001) menggolongkan dalam tiga metode pengukuran:

- a. Pengukuran *Invesment Opportunity Set* berbasis harga

Metode ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga-harga dan prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham serta perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang tinggi secara relative untuk aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. Rasio yang telah digunakan dalam beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar adalah sebagai berikut :

Book value of plant, property, and equipment to asset ratio (PPE/BVA), Rasio PPE/BVA digunakan dengan dasar pemikiran PPE/BVA bahwa prospek pertumbuhan perusahaan tergambar dengan besarnya aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$PPE/BVA = \frac{\text{Nilai Buku Peralatan Mesin}}{\text{Nilai Buku Aset}}$$

Market to Book Value Assets (MVA/BVA), Rasio ini menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio MVA/BVA, semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan aset di tempat. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$MVA/BVA = \frac{\text{Jumlah Aset} - \text{Jumlah Ekuiti} + (\text{Saham Beredar} \times \text{Harga penutup Saham})}{\text{Jumlah Aset}}$$

Market to Book Value Equity (MVE/BVE), Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai return atas investasi perusahaan pada masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan ekuitasnya. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$MVE/BVE = \frac{\text{Saham Beredar} \times \text{Harga Penutup}}{\text{Jumlah Ekuitas}}$$

- b. Pengukuran *Invesment Opportunity Set* berbasis investasi

Proksi IOS berbasis pada investasi merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Rasio yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah:

Capital Additions to Book Assets Value (CAP/BVA), Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar pertambahan modal yang dilakukan oleh perusahaan maka akan semakin tinggi kadar investasi yang dilakukan perusahaan. Rasio CAP/BVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$CAP/BVA = \frac{\text{Tambahan modal saham dalam 1 tahun}}{\text{Total aktiva}}$$

- c. Pengukuran *Invesment Opportunity Set* berbasis varian

Metode ini mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang digunakan dalam beberapa penelitian antara lain: *Varriance of Total Return (VARRET)* dan *Beta Asset (BETA)*.

Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Rasio ini kita gunakan pada penelitian ini untuk memahami bagaimana masyarakat, apakah mempertimbangkan harga saham yang lebih tinggi dari harga bukunya sebagai salah satu indikasi pertumbuhan perusahaan yang baik? Dalam penelitian digunakan rasio PER. *Price earning ratio (PER)*, Rasio ini untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh oleh para pemegang saham. Price Earning Ratio dapat dihitung sebagai berikut :

$$PER = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning per share}}$$

Penelitian ini sendiri memutuskan hanya akan menggunakan *book value of plant, property, and equipment to asset ratio (PPE/BVA), market to book of*

asset ratio MVA/ BVA, market to book of equity ratio (MVE/ BE), price earning ratio (PER), dan capital addition to book of asset ratio (CAP/ BVA) dalam upaya memahami IOS.

2. Keputusan Pendanaan

Pendanaan (*financing*) adalah kegiatan pengalokasian dana untuk mendanai kegiatan investasi. Pada dasarnya pendanaan dapat digolongkan menjadi dua yakni pendanaan internal (*internal financing*) melalui laba ditahan dan pendanaan eksternal (*eksternal financing*) melalui penerbitan hutang dan saham baru. (Donalson, 1961) dalam Stefanus (2001).

Keputusan pendanaan dilakukan dengan mempertimbangkan kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis guna memenuhi kebutuhan investasi perusahaan dengan memperhitungkan biaya modal dari investasi tersebut (*cut-off rate of investment*) (Sudarma, 1998). Pada masing-masing alternatif pendanaan tersebut mengandung biaya yang dinamakan dengan biaya modal (*Cost of Capital*). Biaya modal adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yg berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan. Biaya modal inilah yang menjadi pertimbangan utama dari tiap manajer untuk memutuskan sumber pendanaan mana yang paling baik bagi perusahaan.

Ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan manajer dalam menghitung biaya modal. Salah satu pendekatan yang biasa digunakan untuk menghitung biaya modal adalah melalui biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost Of Capital/WACC*). Pendekatan ini berasumsi bahwa pada prinsipnya perusahaan dibiayai dari modal pemilik usaha, hutang jangka panjang, dan modal eksternal melalui emisi saham baru di pasar modal. Untuk memahami konsep biaya modal ini perlu di pahami dahulu tentang arus kas perusahaan untuk digunakan sebagai bahan analisis dalam menyusun kebijakan pendanaan perusahaan.

Faktor yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan sumber finansial perusahaan menurut Weston dan Brigham (1994) ialah tentang analisis keputusan penganggaran modal yang menyangkut persyaratan tingkat pengembalian yang diharapkan (*required return*) atas ekuitas. Namun pada umumnya perusahaan membiayai anggaran modalnya dari hutang jangka panjang dan saham preferen.

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). Total debt merupakan *total liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan total *shareholders'equity* merupakan total modal sendiri (total

modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan.

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah kebijakan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang? Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas keluar yang dibayar kepada pemegang saham. Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) yaitu perbandingan antara *dividend per share* (DPS) dengan *Earning Per Share* (EPS).

Berdasarkan di hukum Indonesia (UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas), keputusan tentang dividen dibuat oleh pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham atas rekomendasi Dewan Direksi. Perusahaan dapat mengumumkan pembagian dividen setiap tahun jika memiliki penghasilan yang positif. Sebelum berakhirnya suatu tahun buku, dividen interim dapat dibagikan selama diperbolehkan berdasarkan anggaran dasar dan bila pembagian dividen interim tidak

mengakibatkan jumlah aset bersih menjadi lebih kecil dari jumlah modal ditempatkan dan disetor penuh serta memperhatikan ketentuan mengenai penyisihan cadangan wajib sebagaimana yang dipersyaratkan dalam undang-undang PT (*Compulsory Reserves*). Pembagian dividen interim tersebut ditentukan oleh Direksi setelah terlebih dahulu disetujui oleh Dewan Komisaris.

Apabila keputusan telah dibuat untuk membayar deviden, dividen tersebut akan dibayar dalam Rupiah. Pemegang saham pada tanggal pencatatan yang berlaku berhak atas sejumlah penuh dividen yang disetujui, dan dapat dikenai pajak penghasilan yang berlaku di Indonesia. Dividen yang diterima oleh seorang pemegang saham asing akan dikenai pajak penghasilan Indonesia maksimum sebesar 20%. Terdapat dua indikator yang biasa digunakan untuk mengukur kebijakan dividen suatu perusahaan (Warsono, 2003:275), yaitu:

Hasil Dividen (*Dividend Yield*), merupakan rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa perusahaan. Secara sistematis, *dividend yield* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Harga per Lembar Saham}}$$

Beberapa pemegang saham menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai penyaring investasi. Para pemegang saham akan berusaha untuk

menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan nilai dividend yield yang tinggi.

Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), merupakan indikator kedua yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen. *Dividend payout ratio* merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa. Secara sistematis, dividend payout ratio dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend payout ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba yang tersedia bagi pemegang saham bisa}}$$

B. Hubungan antara Investasi, Pendanaan dan Dividen

1. Peluang Investasi dan Keputusan Pendanaan

Salah satu tolak ukur pertumbuhan perusahaan ditunjukkan oleh besarnya investasi. Hal ini akan mempengaruhi kebijakan pendanaan yang dibuat. Oleh karena itu, diduga bahwa perusahaan yang memiliki potensi tumbuh tinggi mempunyai kebijakan pendanaan yang berbeda dengan perusahaan yang memiliki potensi tumbuh rendah. Perusahaan bertumbuh membutuhkan dana yang besar untuk membiayai investasinya. Perusahaan harus membuat keputusan pendanaan, dimana perusahaan cukup menggunakan dana yang bersumber dari dalam perusahaan (berupa *retaining earning*) atau mengambil dana dari luar perusahaan (berupa hutang dan ekuitas).

Jika investasi telah ditentukan dengan tetap mempertimbangkan dividen yang dibagikan, pendanaan eksternal yang dianggap sebagai kebijakan residual, tidak kalah perlunya untuk dipertimbangkan. Sebab, dalam pendanaan eksternal melekat di dalamnya unsur biaya modal (*cost of capital*). Jika sumber pendanaan eksternal tidak tepat akan berakibat buruk pada kekayaan perusahaan yang otomatis akan mempengaruhi kemampuan investasi dan jumlah dividen yang dapat dibagikan. Ketidak sempurnaan pasar yang diakibatkan oleh asimetri informasi, biaya transaksi dan pajak telah membatasi fleksibilitas perusahaan untuk mengumpulkan dana baik secara internal maupun eksternal. Manajer berusaha menghindari pendanaan melalui ekuitas eksternal untuk mengantisipasi menurunnya harga saham akibat isyarat buruk dari investor.

Perusahaan yang mempunyai investasi tinggi akan menyebabkan hutang menjadi tinggi. Hal tersebut terjadi karena hutang yang tinggi digunakan untuk membiayai kesempatan investasi. Hal ini sesuai dengan pernyataan oleh Fama (2000) bahwa hutang biasanya akan bertambah ketika investasi melebihi *retained earning* dan hutang akan berkurang jika investasi kurang dari *retained earning*.

Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar

beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). Formulasi DER adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder Equity}}$$

2. Peluang Investasi dan Kebijakan Dividen

Dividen juga dapat digunakan oleh manajer sebagai isyarat tunggal tentang prospek perusahaan di masa depan (Bhattacharya, 1979), (Miller dan Rock, 1985) dalam (Mougoue dan Mukherjee, 1994). Peningkatan dividen dipersepsikan oleh investor sebagai isyarat positif kondisi perusahaan saat ini dan prospek cerah dimasa mendatang. Sebaliknya, penurunan jumlah dividen yang dibagikan (*divident cut*) mengisyaratkan menurunnya kondisi perusahaan di masa mendatang karena tidak ada kegiatan investasi baru sehingga sebagian besar laba ditahan (*retained earning*) dialokasikan untuk pembayaran dividen.

Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai kesempatan yang memungkinkan untuk membayar dividen yang lebih rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan dalam mendanai investasinya secara internal, sehingga tidak terdorong untuk membayar bagian laba yang lebih besar kepada para investor. Sebaliknya perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen. Pernyataan

tersebut didukung oleh Sulistyowati (2003) yang berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, akibatnya kebijakan dividen lebih menekankan pada pembayaran dividen yang kecil.

Rasio ini untuk mengukur seberapa besar tingkat keuntungan dividen yang mampu dihasilkan dari investasi pada saham. *Dividend Yield* dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning per share}}$$





BAB XIV

METODE STUDI PERISTIWA

A. Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini sebelum dianalisis menggunakan regresi terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik (Juanda, 2012: 19-38) sebagai berikut:

Uji Normalitas untuk mengetahui apakah model regresi memiliki distribusi normal. Untuk menguji normalitas, dapat dipergunakan formula Jarque Bera (JB Test) (Setiaji, 2009:52) :

$$JB = n \left(\frac{S^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{24} \right) \dots \dots 3.8$$

Dimana S adalah *skewness* (kemencengan) dan K *kurtosis* (keruncingan). Nilai kemencengan (K) dan kemencengan (S) dapat diperoleh dari program SPSS, pada analisis deskriptif. Syarat normalitas j-Bera > 2 dan $\lambda > 0,05$.

Uji Autokorelasi, yaitu korelasi sesama urutan pengamatan dari waktu ke waktu. Untuk memeriksa adanya autokorelasi dengan memakai uji dubin Watson, ada beberapa kriteria untuk mendeteksi autokorelasi (Singgih, 2001: 61), yaitu :

1. DW di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif.

2. DW diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi.
3. DW di atas +2 berarti ada autokorelasi negatif.

Secara umum bisa kita katakan kriteria tidak adanya otokorelasi adalah jika nilai D-W statstik antara 1,54 s.d 2,46. Syarat berikutnya adalah $p\text{-value } \text{Obs}^*\text{R-squared} > \lambda$, dengan nilai λ pada $\text{obs}^*\text{R-squared}$ haruslah lebih dari 0,05 (pada tingkat kepercayaan 5%)

Uji Multikolinearitas, Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Jika terjadi korelasi maka terjadi problem multikolinieritas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen (Singgih, 2001: 206). Pedoman suatu model regresi yang bebas dari multikolinieritas adalah mempunyai nilai VIF (Variance Inflantion Factor) disekitar angka 1, mempunyai angka tolerance mendekati angka 1, jika koefisien korelasi antar variabel independen di bawah angka 0,5 maka tidak multikolinieritas (Singgih, 2001: 206). Jika kita memperhatikan nilai korelasinya maka kita bisa menggunakan

syarat terjadinya multikolinieritas adalah, koefisien korelasi di antara variabel bebas lebih besar dari 0,8.

Uji Heterokedastisitas, Heteroskedastisitas adalah suatu kondisi dimana residual suatu observasi tidak memiliki varian yang sama. Heteroskedastisitas dapat diuji dengan dua pendekatan yaitu : Uji Graph dan Uji White. Untuk keperluan penelitian ini akan digunakan uji white dengan syarat p-value Obs*R-squared > λ , maka tidak ada heteroskedastisitas. Dengan λ harus > 0,05 dan jika hal ini tidak dipenuhi oleh persamaan sebelum di diferensiasi maka bisa di cek pada persamaan yang terdiferensi pada tingkat ke-1.

B. Teknik Analisis Studi Peristiwa

a. Prosedur Studi Peristiwa

Metodologi penelitian studi peristiwa konvensional mengikuti prosedur sebagai berikut:

1. Mengidentifikasi bentuk, efek dan waktu peristiwa (i) peristiwa apa yang memiliki nilai informasi; (ii) apakah nilai informasi peristiwa memiliki efek negative atau

- positif terhadap return tak normal perusahaan tertentu; dan (iii) kapan peristiwa terjadi atau di publikasi.
2. Menentukan rentang waktu studi peristiwa termasuk periode estimasi dan periode peristiwa. Periode estimasi (T_{-n-e} hingga T_{-n}) adalah periode yang digunakan untuk meramalkan return harapan pada periode peristiwa. Periode peristiwa (T_{-n} hingga T_{+n}) adalah periode di seputar peristiwa(T_0) yang digunakan untuk menguji perubahan return tak normal.
-
- Gambar Y Periode Pengamatan*
- Panjang jendela, mengacu pada pendapat Jogianto (2010:22-24) bahwa perioda jendela harus sependek mungkin. Panjang jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Untuk pengumuman dividen, umumnya panjang perioda jendela yang digunakan adalah 21 hari (sepuluh hari disekeliling tanggal pengumuman). Sedangkan untuk perioda estimasi umumnya merupakan perioda sebelum persitiwa. Jogianto mengatakan (2010:29-

30), tidak ada patokan untuk lamanya panjang estimasi ini.

Jika melihat Hanke dan Reitsch bahwa jumlah sampel adalah jumlah ($k \cdot 10$) dengan k jumlah variabel independen regresinya maka pada kasus pembentukan model estimasi ini adalah 10 hari. Akan tetapi mengingat banyaknya sampel akan memperbaiki kualitas model, maka dipilih 50 hari dengan asumsi estimasi dimulai setidaknya 2 bulan sebelum pengumuman.

3. Menentukan metode penyesuaian return yang digunakan untuk menghitung return tak normal. Terdapat tiga metode yang secara luas digunakan dalam penelitian studi peristiwa.
 - i. Model – model statistika. Terdapat dua model penyesuaian yang paling umum digunakan yaitu model disesuaikan rata – rata (*mean adjusted model*) dan model pasar (*market model*)
 - ii. Model disesuaikan dengan pasar (*market adjusted model*)
 - iii. Model – model ekonomika (economics model).

Terdapat dua model yang secara luas digunakan, yaitu

capital asset pricing model (CAPM) dan *arbitrage pricing model* (APT).

Periode estimasi diperlukan bila perhitungan return tak normal menggunakan model statistic dan model ekonomika. Periode estimasi tidak diperlukan bila perhitungan return tak normal di hitung dengan menggunakan model disesuaikan dengan pasar (*market adjusted model*)

4. Menghitung return tak normal disekitar periode peristiwa

Return tak normal adalah return actual disekitar periode peristiwa dikurangi return harapan atau prediksi pada periode tersebut berdasarkan metode

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Dengan:

RTN_{it} = return tak normal saham i pada periode t

R_{it} = return actual saham i pada periode t

$E(R_{it})$ = return harapan atau return prediksi

$E(R_{it})$ return yang diharapkan atau return prediksi didapatkan dengan menggunakan model berikut:

1. Model statistika

i. Model disesuaikan rata-rata. Model ini memprediksi

$E(R_{it})$ berdasarkan rata – rata return selama periode estimasi

$$E(R_{it}) = \mu_i + e_{it} \dots 3.9$$

Model tersebut dapat diperlakukan dengan cara rata – rata aritmetik

$$E(R_{it}) = \frac{\sum_{t=-n-e}^{t=n} R_{it}}{T} \dots 3.10$$

Dalam hal ini T adalah jumlah hari (interval waktu) selama periode estimasi.

ii. Model pasar. Model ini memprediksi $E(R_{it})$ berdasarkan hasil estimasi model pasar selama periode estimasi dengan cara sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i RM_t + e_{it} \dots 3.6$$

2. Model disesuaikan pasar. Model ini memprediksi

$E(R_{it})$ berdasarkan return indeks pasar pada hari pengumuman peristiwa. Dengan demikian

perhitungan model ini tidak memerlukan periode estimasi.

3. Model – model ekonomika

i. Capital asset pricing model

$$E(R_{it}) = RF_t + (RM_t - R_F) \beta_i RM_t \dots \dots 3.11$$

Dengan:

RF_t = tingkat return bebas resiko pada periode t

RM_t = tingkat return pasar pada periode t

ii. Arbitrage pricing model

$$E(R_{it}) = \delta_0 + \delta_{i1}F_{1t} + \delta_{i2}F_{2t} + \dots + \delta_{in}F_{nt} + e_{it}$$

.....3.12

5. Menghitung rata – rata tak normal dan return tak normal

kumulatif dalam periode peristiwa. Terdapat beberapa metode pengukuran return tak normal di seputar periode jendela antara lain sebagai berikut:

- Return tak normal rata – rata (*mean abnormal return*). Return tak normal rata – rata semua sekuritas untuk setiap interval waktu dalam periode peristiwa.

$$\overline{RTN_t} = \frac{\sum_{t=1}^n RTN_{it}}{k} \dots\dots 3.13$$

Dengan:

RTN_t = return tak normal rata – rata pada waktu ke t

k = jumlah sekuritas

- ii. Return tak normal kumulatif (*cumulative abnormal return*). Return tak normal kumulatif untuk setiap sekuritas selama periode peristiwa.

$$RTNK_i = \sum_{t=-n}^{t=+n} RTN_{it} \dots\dots 3.14$$

6. Merumuskan hipotesis statistis

Untuk rata – rata return tak normal:

$$H_0: \overline{RTN} = 0$$

$$H_a: \overline{RTN} \neq 0$$

Untuk rata – rata return tak normal kumulatif

$$H_0: \overline{RTNK} = 0$$

$$H_a: \overline{RTNK} \neq 0$$

7. Menguji apakah return tak normal rata – rata atau return tak normal kumulatif berbeda dari 0. Atau

apakah return tak normal sebelum peristiwa berbeda dari return sesudah peristiwa. Pengujian dapat dilakukan dengan uji parametric seperti uji t atau uji Z atau uji non parametric seperti uji tanda. Return tak normal yang telah distandarisasi \overline{RTNS} merupakan nilai t hitung untuk setiap sekuritas.

$$RTNS = \frac{RTN}{KSE(RTN)} \dots\dots 3.15$$

Untuk pengujian hipotesis, nilai t hitung dapat diperoleh:

$$t \text{ hitung} = \frac{\sum \overline{RTN}}{\sqrt{k}} \dots\dots 3.16$$

8. Simpulan hasil studi didasarkan pada probabilitas signifikansi kurang dari probabilitas yang disyaratkan (pada penelitian ini 0,05).

b. Analisis Statistik

Isu dalam studi peristiwa adalah pengestimasian dan peramalan standarisasi untuk pengujian secara statistic.

1. Kesalahan standar estimasi berdasarkan return rata – rata periode estimasi:

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{t-n} (R_{ij} - \bar{R}_i)^2}{T-n-2}} \dots 3.17$$

Dengan:

KSE_i = kesalahan standar estimasi sekuritas ke-i

R_{ij} = return actual sekuritas ke-i untuk hari ke-j

dalam periode estimasi

\bar{R}_i = return rata – rata aritmetik sekuritas ke-i

selama periode estimasi

$T-n-2$ = jumlah hari atau interval waktu selama
periode estimasi dikurangi 2

2. Kesalahan standar estimasi berdasarkan return
prediksi periode estimasi:

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{t-n} (R_{ij} - E(R_{ij}))^2}{T-n-2}} \dots 3.18$$

Dengan:

KSE_i = kesalahan standar estimasi sekuritas ke-i

R_{ij} = return actual sekuritas ke-i untuk hari ke-j

dalam periode estimasi

$E(R_{ij})$ = return prediksi sekuritas ke-i selama

periode estimasi

$T-n-2$ = jumlah hari atau interval waktu selama

periode estimasi dikurangi 2

3. Kesalahan standar estimasi dengan penyesuaian dependensi sederhana (*crude dependency adjustment*):

$$KSI_t = \sqrt{\frac{\sum_{t=n-e}^n \left(\frac{\sum_{t=n-e}^n RTN_{it}}{k} - \frac{\sum_{t=t-n-e}^{t-n} \sum_{i=1}^k RTN_{it}}{T-n-e-k} \right)^2}{T-n-1}} \dots 3.19$$

4. Kesalahan standar estimasi dengan cara seksi silang:

$$KSI_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (RTN_{it} - \bar{RTN}_t)^2}{(k-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}} \dots 3.20$$

5. Kesalahan standar peramalan:

$$KSP_t = KSE_i \sqrt{1 + \frac{1}{T-n} + \frac{(R_{Mt} - \bar{R}_M)^2}{\sum_{j=1}^{t-n} (R_{Mj} - \bar{R}_M)^2}} \dots 3.21$$

c. Prosedur Studi Peristiwa Efisiensi Pasar

Pada tahap ini, merupakan studi peristiwa untuk menguji

pasar efisien bentuk setengah kuat. Pengujian pasar efisien

adalah lanjutan dari pengujian kandungan informasi (Jogianto, 2010:171). Jika pengujian kandungan informasi hanya menguji return tak normal sebagai reaksi pasar, pengujian efisiensi pasar meneruskan dengan menguji kecepatan reaksi pasar tersebut. Pasar disebut efisien secara informasi jika suatu peristiwa atau informasi direaksikan dengan penuh dan cepat oleh pasar. Untuk pengumuman dividen, pasar biasanya hanya membutuhkan waktu sampai 5 hari untuk bereaksi (Jogianto, 2010:177).

Aharony dan Swary dalam Jogianto (2010, 178) mengemukakan bahwa interval reaksi untuk pengumuman dividen untuk disebut bahwa dividen mengandung informasi dan pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini adalah interval dua hari saja. Hal ini berarti pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat.

Tandelilin (2010:223,586) mengatakan bahwa suatu pasar dinyatakan efisien dalam bentuk setengah kuat bila informasi terserap atau direspon dengan cepat oleh pasar (dalam satu hingga dua spot waktu atau hari di seputar

pengumuman). Return tak normal yang terjadi berkepanjangan (lebih dari tiga spot waktu) mencerminkan sebagian respon pasar terlambat dalam menyerap atau menginterpretasi informasi, dan dengan demikian dianggap pasar tidak efesien dalam bentuk setengah kuat.



DAFTAR PUSTAKA

- Adaoglu, Cahit.(2008). Dividen Policy of the ISE Industrial Corporations: The Evidence Revisited (1986-2007). *BDDK Bankacilik ve Finansal Piyasalar*. Cilt. 2 Sayi. 2, 2008, 113-135.
- Adjaoud, Fodil. Chkir,Imed dan Saadi, Samir (2006). What Drive Canadian Corporate Dividend Policy: Agency Cost or Information Asymmetry? *6th Global Conference on Business and Economics*. Oct 15-16 2006, USA.
- Agustina Myra, Carmel Meiden dan Joko Sangiaji.(2005). Perilaku Reaksi Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Atas Pengumuman Dividen. *Jurnal Akuntabilitas*, Volume 4 No. 2 Maret 2005, 39-50.
- Ahmad H. Juma'h & Carlos J. Olivares. (2008). The Financial Factors Influencing Cash Dividen Policy: A Sample Of U.S. Manufacturing Companies. *Inter Metro Business Journal*, Fall 2008 / Vol. 4 No. 2 / 23.

Ambarwati, (2005). Pengaruh Dividend Initiation dan Dividen Omissions Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta.

Jurnal Siasat Bisnis, JSB No. 10 Vol. 1, JUNI 2005

Amromin, at., al. (2005). How Did the 2003 Dividend Tax Cut Affect Stock Prices and Corporate Payout Policy? *Finance and Economics Discussion Series*, Division of Research and Statistics and Monetary affairs, Federal Reserve board, Washington, D.C.

Andi Mirdah, Agus Solikhin, (2010). Analisis Dampak Pengumuman Dividen Terhadap Reaksi Pasar (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta periode Tahun 2008).

Jurnal Penelitian Universitas Jambi Seri Humaniora.

Volume 12, Nomor 2, Hal. 01-08 Juli – Desember 2010.

Andres, Christian at., al. (2009). Dividend Announcements, Market Expectation and Corporate Governance. *University of Bonn, Department of Economics – BWL1*, Germany.

Anom, Putu dan Jogiyanto, (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *SNA* 5, September, 635-647.

Anouar, Kamal (2010). The impact of the catering theory and financial firms' characteristics on dividend decisions: the case of the French market. *Management science at the Sud Toulon-Var University*.

Arie Afzal dan Abdul Rohman, (2012). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, Volume 1, Nomor 2, Tahun 2012

Atmaja, Lukas Setia, (2013). Dividen: Emang Gua Pikirin. *Kontan Online*. 4 Februari 2013 (22:04)

Azizah Ayu Sielvia. (2009). Pengaruh Dividen Inisiasi Dan Dividen Omisi Terhadap Return Saham Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* Vol. 13 No. 2, Agustus 2009

Balagobei S, (2013). How Firm Characteristics Affect Dividend Policy: An Empirical Study of Listed Beverage Food and Tobacco Companies in Sri Lanka. *South Asian Journal of Marketing and Management Research*, Vol. 3 Issue 4, 2013, 52-61.

Bandi,(2009). *Kualitas Laba dalam Perspektif Akrual - Arus Kas dan Pensinyalan*. Disertasi. Prodi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Dipenogoro, Semarang.

Below, Scott D. dan Jhonson Keith H. (1996). An Analysis of Shareholder Reaction to Dividen Announcement in Bull and Bear Markets. *Journal of Financial and Strategics Decisions*. Vol. 9, No. 3, Fall 1996. 15-26.

Berk, DeMarzo dan Harford, (2012). *Fundamental of Corporate Finance, Second Edition*. Prentice Hall, Pearson Education.

Berzins, Bohren dan Stacescu, (2013). Tax Concerns and Agency Concerns in Dividend Policy: Holding Company as a Separating Device. *Center for Corporate Governance Research*. Working paper No. 2/2013, Januari 2013.

Bhattacharya, Sudipto, (1979). Imperfect Information, Dividen Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1 (Spring, 1979), 259-270.

Black, F dan M. Scholes, 1974. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics* 1 (1), 1-22

Cecilia Triana, dkk (2012). Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* Vol. 6, No. 2 Agustus 2012.

Chemmanur, Thomas J, at., al. (2010). Is Dividend Smoothing Universal? New Insight from a Comparative Study of Dividend Policy in Hong Kong an the US. *Journal of Corporate Finance*. 16 (2010) 413–430

Clarensia, Jeany., Rahayu, Sri., dan Azizah, Nur., (2012). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 2012/06/AKUKEU VOL-1 NO-1 5, 72-88.
Colombanus Ambar Pujiharjanto, (1994). Telaah pengumuman deviden dan pengumuman earning pada Bursa Efek Jakarta. *Lontar UI*, Universitas Indonesia.

Darlis, Edfan dan Zirman, (2009). Analisis Reaksi Investor dalam Merespon Pengumuman Dividen. *Indonesian Publication Index*.

Dhammadika Dharmapala, (2008). The Impact of Taxes on Dividends and Corporate Financial Policy. *AEI Conference on “Tax Policy Lessons from the 2000’s”* Washington, DC.

Doddy Setiawan & Siti Subekti. (2004) Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Selama Krisis Moneter). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 7.

Ehrhardt and Brigham, (2011). *Corporate Finance: A Focused Approach. 4'th edition*. South-Western Cengage Learning.

Embara, Wiagustini dan Badjra, (2012). Variabel-variabel yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan*. Vol.6 No 2 Agustus 2012, 119-129.

Eugene F. Fama and Harvey Babiak. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63, No. 324

Eyüp Kadioglu. (2008). The Announcement Effect Of Cash Dividend: Evidence From Turkish Capital Market. Leeds University Business School.

Fama, (2010). Luck Versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance*. Vol LXV, No. 5. Oktober 2010. pp 1915-1947.

Fama, E.F., French, K.R., (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3–43.

Fama, Eugene F, (1978). The Effects of Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, Jun 1978. Pp 272-284

Farooq, Omar, at. Al., (2012) Dividen Policy as A Signaling Mechanism Under Different Market Conditions: Evidence from the Casablanca Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 83, 2012.

- Fauzian, R, (2013). Dirut BEI: Tak Bagi Dividen, Emiten Pasti Punya Alasan. *OkeZone*. 31 Januari 2013. (13:33)
- Gordon, M.J, (1963). Management of Corporate Capital: Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, vol. 18, No. 2 (May, 1963), 264-272.
- Gordon, M.J., (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), 99-105.
- Handayani, (2010). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro.
- Hasnawati, Sri, (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI* Vol. 9 NO. 2, Desember 2005.
- Hasnawati, Sri, (2008). Analisis Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI* Vol.13 No.2, November 2008.

Hasnawi, Sri, (2008). Analisis Dampak Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta.

Jurnal LIPI, volume 13 No.2 November 2008.

Hoberg, Gerard. dan Prabhala, Nagpurnanand R. (2006). *Dividend Policy, Risk, and Catering*.The Utah Winter Finance Conference.

Husnan, Suad, (1998). *Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Pendek*, edisi keempat. BPFE UGM Yogyakarta.

Husnan, Suad, (2006). *Manajemen Keuangan edisi kelima*. UPP STIM YKPN.

Husnan, Suad, (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas edisi keempat*. UPP STIM YKPN.

Husnan, Suad, (2010). *Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*, edisi keempat. BPFE UGM Yogyakarta.

Indonesia Finance Today, (2013). *Bursa Bakal Wajibkan Emiten Bayar Dividen*. 31 Januari 2013. (14:00)

Indrastiti, N., (2013). BEI Bakal Atur Emiten Tak Bagi Dividen. *Kontan Online*. 1 Februari 2013. (06:08)

In-Mu Haw dan Wi-Saeng Kim, (1991). Firm Size and Dividend Announcement Effect. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. Summer91, Vol. 6 Issue 3, p325

IpotNews, (2012). Selama Lebih Dari 10 Tahun, 55 Emiten Ogah Bagikan Dividen. <http://indopremirenews.wordpress.com>. 27 November 2012. (22:35)

Jensen, Michael C, (2001). Value Maximization, Stakeholders Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall 2001, 8-21.

Jin, Zhenhu, (2000). An Empirical Study of the Differential Market Reaction to Open Market Stock Repurchase Announcements. *The Journal of Applied Business Research* vol 18 no 4, 45-54.

Jogiyanto H.M, (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi ke-2 Yogyakarta: BPFE.

Jogiyanto, (2005). *Pasar Efisien Dari Aspek Keputusan Dan Pemilihan Akuntansi*. Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar pada Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada.

Jogiyanto, (2010). *Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Badan Penerbit BPFE Yogyakarta.

- Juanda, Bambang dan Junaidi, (2012). *Ekonomietrika Deret Waktu, Teori dan Aplikasi*. IPB Press.
- Kapoor, Sujata, (2009). *Impact of Dividen Policy on Shareholders Value: A Study of Indian Firms*. Disertasi, Jaypee Institute of Information Technology, Noida, India, Desember 2009.
- Koran Indonesia, (2013). Untung 2 tahun, Emiten Harus Bagi Dividen. 22 Februari 2013, Hal 11-12.
- Kulkanya Napompech. (2010). *Earnings Information Conveyed By Dividend Policy*. King Mongkut's Institute of Technology, Ladkrabang, Thailand.
- Kurniasih, Augustina, (2011). *Analisis Karakteristik, Perilaku, Faktor Penentu, dan Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Tercatat di Bursa Efek Indonesia*. Disertasi. IPB, Bogor.
- Laarni Bulan (2010). *To Cut or Not to Cut a Dividend*. the 2010 Boston Area Finance Symposium.
- Laarni Bulan dan Narayanan Subramanian. (2008). A Closer Look at Dividend Omissions: Payout Policy, Investment and Financial Flexibility. *Annual Meeting*. The Financial Management Association 2007.

Lintner, John, (1962). Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44. Hal 243 – 269.

Lintner, John. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1. (Feb., 1965), pp. 13-37.

Litzenberger, Robert H dan Ramaswamy, (1979). The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*. Vol 7, Issue 2 (June 1979), 163-195.

Litzenberger, Robert H dan Ramaswamy, (1980). Dividends, Short Selling Restrictions, Tax-Induced Investor Clientele and Market Equilibrium. *The Journal of Finance*. Vol. 35, Issue 2 (May 1980), 469-482.

Litzenberger, Robert H dan Ramaswamy, (1982). The Effects of Dividend on Common Stock Prices: Tax Effect or Information Effects? *The Journal of Finance*. Vol. 37, No 2 (May 1982), 429-443.

Mahendra, Alfredo, (2011). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kibijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Program Pascasarjana Universitas Udayana, Denpasar.

Mai, Muhamad Umar, (2010). *Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kajian Perilaku Oportunistik Manajerial Dan Struktur Corporate Governance: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di Pasar Modal Indonesia*. Disertasi, Prodi Doktor Ilmu ekonomi, Universitas Diponegoro, Semarang.

Manos, Ronny, (2001). *Capital Structure and Dividend Policy: Eviden From Emerging Markets*. Disertasi. Dept. of

Accounting and Finance, The Business School, The University of Birmingham.

Markowitz, Harry. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.

Martin, John D, at. al., (1994). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Raja Grafindo Persada, Jakarta.

Marzuki, (2010). Pengaruh Ratio Keuangan Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Terhadap Harga Saham Di Bursa Efek Indonesia. Universitas Sumatra Utara.

Merdeka.com., (2012). Selama 10 tahun, 55 Emiten Tak Pernah Bagi Dividen. Senin, 26 November 2012. (19:31)

Micah S. Officer, (2007). Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations. *Marshall School of Business*. Department of Finance and Business Economics.

Michaely, Thaler dan Womack. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*. Vol. I. No. 2. June 1995.

Miller, Merton H dan Modigliani, Franco, (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.

Mohamad Jais, et.al. 2009. Dividend Announcements and Stock Market Reaction. *MPRA Paper* No. 19779, posted 14. January 2010 16:14 UTC

Mossin, Jan. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1966), pp. 768-783

Munandar, M., (1983). *Pokok-pokok intermediate accounting*. Yogyakarta Liberty.

Murhadi, Werner R, (2008). Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 10, No. 1, Maret 2008, 1-17.

Neraca, (2013). Tutup buku, Tren Emiten Pelit Dividen Kembali Marak. 31 Januari 2013.

NewsIDX, (2013). Bursa Akan Atur Emiten Yang Tak Bagi Dividen. 1 Februari 2013. [http://www.newsidx.com \(08:00\)](http://www.newsidx.com (08:00))

Ni Luh Putu Wiagustini, dkk., (2012). *Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan Vol. 6, No. 2 Agustus 2012.

Ninik Zulaikah, (2010). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen Perusahaan dan*

Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Dividen Orang Pribadi

Dalam Negeri Sebagai Variabel Moderator. Unair.

Nissim, Doron. (2005). *The Information Content of Dividend*

Decreases: Earnings or Risk News? Columbia University

Nurmala, (2006). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan Otomotif Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Mandiri*, Volume 9, No. 1, Juli - September 2006.

Patricia A. Ryan, Scott Besley dan Hei Wai Lee, (2000). An Empirical Analysis Of Reactions To Dividen Policy Changes For Nasdaq Firms. *Journal of Financial and Strategik Decisions* Volume 13 Number 1, Spring 2000. pp 35-44

Pradipta Puri, (2011). *Pengaruh Investment Opportunity Set, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Perusahaan Terhadap Harga Saham (CAR)*. Pada Perusahaan Non-Bank Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2004-2008. Unila.

Pujiati, Diyah, (2009). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel

Intervening. *Jurnal Ekonomi Bisnis & Akuntansi Ventura*.

Hal 71:86.

Purnamasari, (2005). *Implikasi Signalling Theory Atas Pengumuman Pembagian Dividend Cuts Terhadap Reaksi Pasar*. Simposium Riset Ekonomi II Surabaya, 23-24 November 2005.

Rajiv Sant dan Arnold R. Cowan. (1994). Do Dividends Signal Earnings? The Case Of Omitted Dividends. *Journal of Banking and Finance*, 1994, v18 #6, 1113-1133.

Rina Br. Bukit dan Jogyanto Hartono, (2000). *Reaksi Pasar terhadap Dividen Initiations dan Dividen Ommision: Studi di Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi, 2000, 931-957.

Rosadi, D, (2005). *Pengantar Analisa Data Runtun Waktu dengan EViews 4*, Lab Komputasi Matematika Statistika, FMIPA UGM.

Ross N. Dickens, K. Michael Casey dan Joseph A. Newman. (2002). Bank Dividen Policy: Explanatory Factors. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 41, No. 1/2 (Winter - Spring, 2002), 3-12.

Ross, Stephen A, (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol 8, No. 1 (Spring, 1977), 23-40.

Ross, Westerfield and Jaffe, (2008). *Corporate Finance, 8th Edition*. The McGraw-Hill.

Salminen, Joni. (2005). Abnormal Returns Of Dividend Announcements During A Boom And A Recession. Empirical evidence from U.S. from the years of 2000 – 2002 and 2005-2007, including Finnish extra dividends. *Lappeenranta University Of Technology School of Business Finance*. Finlandia.

Sanjay Sharma. (2001). Do Dividend Initiations Signal Firm Prosperity? *Debt Capital Markets*, Merrill Lynch. World Financial Center New York, NY

Santhi Appanan and Lee Wei Sim, (2011). *A Study On Leading Determinants Of Dividen Policy In Malaysia Listed Companies For Food Industry Under Consumer Product Sector*. 2nd International Conference On Business And Economic Research (2nd ICBER 2011), 945.

- Sari, Novita Intan, (2012). Selama 10 tahun, 55 Emiten Tak Pernah Bagi Dividen. *Merdeka*. 26 November 2012. (19:31)
- Sartono, Agus, (2010). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi, edisi keempat*. BPFE UGM Yogyakarta.
- Scott D. Below dan Keith H. Johnson. (1996). An Analysis Of Shareholder Reaction To Dividend Announcements In Bull And Bear Markets. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*. Volume 9 Number 3, Fall 1996.
- Semra Karacaer dan Pelin Ozek, (2009). How do firm characteristics affect the market reaction to investment announcements: ISE case. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 6, Issue 1, 2009.
- Setiawan, (2010). *Ekonometrika*. Penerbit Andi.
- Setiawan, Doddy dan Jogiyanto, (2002). *Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan : Analisis Pengumuman Dividen Meningkat*, SNA 5, 334-347
- Setiawan, Stevanus, (2009). Pengaruh Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis*, Vol. 9 No. 1, Januari 2009.

- Sharpe, William F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964), pp. 425-442.
- Sjahrial, Dermawan, (2010). *Manajemen Keuangan*, edisi keempat. Mitra Wacana Media.
- Sri Mulyati, (2003). *Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai Dan Dividend Yield Di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Siasat Bisnis JSB No. 8 Vol. 2 Desember 2003.
- Suadi, Arief, 1994. *Financial Accounting-Intermediate*, Yogyakarta: STIE YKPN
- Subkhan dan Wardhani, Pratiwi Kusumah, (2012). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividend Initiation Dan Dividend Omission. *Jurnal Dinamika Akuntansi* Vol. 4, No. 1, Maret 2012, 27-35.
- Subramaniam, Ravichandran and Devi, Susela, (2011). *Corporate Governance and Dividends Policy in Malaysia*. International Conference on Business and Economics Research Vol. 1, IACSIT Press, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Sudarma, M., 2004, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Esktern terhadap Struktur Modal*

dan Nilai Perusahaan [Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta], Universitas Brawijaya.

Sugiono, (2011). *Metode Penelitian Kombinasi*. Alfabeta, Bandung.

Sularso, R. Andi, (2003). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum Dan Sesudah Ex –Dividend Date Di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5, No. 1, Mei 2003, 1-17.

Tandelilin, Eduardus, (2010). *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Penerbit Kanisius.

Tim Studi Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia. (2011) Volatilitas Pasar Modal Indonesia Dan Perekonomian Dunia. BAPEPAM, KEMENKEU.

Tirthayatra dan Arlianto, Ludy. (2008). Kebijakan Dividen. *Warta Bapepam-LK*, edisi Juli 2008.

Uddin, Hamid. (2003). Effect of Dividend Announcement on Shareholders' Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange. *Institute of Business Administration*, University of Dhaka

Van Horne, (1998). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, edisi kesembilan. Salemba Empat.

Wahyudi, Untung, (2006). *Implikasi struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Interventing*. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.

Wijaya, Lihan Rini Puspo, Anas Wibawa, (2010). *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*, Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto.

Yanli Wang, 2005. The Effect of Dividend Initiations on Stock Returns: A Propensity Score Matching Approach. April 3, 2005.

Yi Liu at., al. (2008). Underreaction to Dividend Reductions and Omissions? *The Journal Of Finance*. Vol. Lxiii, No. 2. April 2008.

Yi Liu. (2003). An Examination of the Long-run Market Reaction to the Announcement of Dividend Omissions and Reductions. *Disertasi*, Drexel University.

Yulianto, Hans.(1999) Analisis Pengaruh Pengumuman Deviden Terhadap Return Saham Dan Efisiensi Pasar Modal (Studi

Kasus Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1997). Universitas Diponegoro.

Zainafree, Golda, (2005). *Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai Di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Dipenogoro.

Zhou, Jun, (2010). *Industry Influences on Corporate Financial Policies*. Disertasi. Josheph L. Rotman School of Management, University of Toronto.

