

ANALISIS PENGUMUMAN PEMBAYARAN DEVIDEN TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN LQ 45 DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:

Riskin Hidayat*

Muhammad Mukhlisin

Abstract

The purpose of this study is to see the stock market reaction to an event (event) dividend payment announcement abnormal return approach, the average abnormal stock return and Trading Volume Activity (TVA) before and after the dividend announcement on companies that make dividend payments. This study uses event study approach, to see the abnormal return by way of observing the stock market during the window period is 20 days before and 20 days after the event. Method of sampling using purposive sampling that sample selection based on certain criteria and acquired 26 companies that make the announcement of dividends paid in 2007. Results showed that there is a significant abnormal return occurs on day t-17, T-10, t-2, t+1, t+5 and this means that the announcements have information content of dividend payments so that the market reacted to the announcement, as evidenced by obtaining a significant abnormal return. In addition the research also shows that announcements of dividend payments make a difference on average abnormal stock returns significantly between before and after the event. Another result of this research is that there are differences in Trading Volume Activity significantly between before and after the announcement of events paying dividends.

Keyword: Dividend, Abnormal return, Efficiency market

PENDAHULUAN

Bagi investor, pasar modal bermanfaat sebagai sarana alternatif investasi untuk mendapatkan keuntungan, sehingga dapat memaksimalkan pendapatan. Se-

dangkan bagi perusahaan pasar modal bermanfaat sebagai salah satu sumber pembiayaan investasi. Pasar modal merupakan bagian dari pasar finansial yang berhubungan dengan per-

mintaan dan penawaran akan dana jangka panjang, selain itu pasar modal juga menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi berarti pasar modal mengalokasikan dana secara efisien dari pihak yang mempunyai dana dalam hal ini adalah investor ke pihak ketiga yang membutuhkan dana yaitu perusahaan. Sedangkan fungsi finansial ditunjukkan oleh imbalan atau reward bagi investor sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilihnya (Husnan, 2003:197).

Sebagai salah satu instrumen perekonomian, maka pasar modal tidak terlepas dari pengaruh yang berkembang di lingkungannya, baik yang terjadi akibat peristiwa kebijakan-kebijakan makro, kebijakan moneter, kebijakan fiskal, regulasi pemerintah sektor riil dan keuangan, selain itu juga

*Dosen Tetap STIE YPPI
Rembang

diakibatkan peristiwa yang terjadi dalam lingkungan mikro yaitu keadaan emiten seperti laporan kinerja perusahaan, pembagian dividen, perubahan strategi perusahaan atau keputusan strategis yang akan menjadi informasi menarik bagi para investor. Dalam dunia bisnis informasi keuangan menjadi salah satu alat utama untuk menilai kinerja perusahaan, dalam hal ini akuntansi berfungsi sebagai penyedia informasi (Christian, 2004:2-3).

Investor sebagai pemakai laporan keuangan berguna untuk memenuhi kebutuhan sebagai penentu apakah harus membeli, menahan atau menjual investasi tersebut. Pemegang saham juga tertarik pada informasi yang memungkinkan mereka untuk menilai kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Selain laba per lembar saham (*earnig per share*), dividen juga merupakan salah satu harapan investor dalam berinvestasi yaitu untuk mendapatkan keuntungan dividen (*dividen yield*). Kandungan informasi diperlukan investor dalam

pengambilan keputusan investasi karena dalam investasi kita dihadapkan pada dua sisi yaitu *return* dan risiko yang merupakan probabilitas dalam investasi. Apabila investor mendapatkan *capital gain*, maka investor tersebut mendapatkan *return* dan sebaliknya apabila investor mengalami *capital loss*, maka investor mendapatkan risiko dari investasi. Pertimbangan investasi oleh investor secara umum menginginkan *return* setinggi-tingginya dan risiko sekecil-kecilnya (Christian, 2004:4).

Dividen adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki, sedangkan *capital gains* adalah pendapatan yang diperoleh karena harga jual saham lebih tinggi daripada harga belinya. Pendapatan ini baru diperoleh jika saham dijual. *Capital gains* banyak dimanfaatkan oleh para spekulator karena lebih bersifat harian sesuai dengan perubahan harga saham yang terjadi pada setiap hari perdagangan saham. Spekulator harus mempunyai

informasi mengenai faktor pemicu perubahan harga saham. Kemungkinan salah satu faktor pemicu adalah besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan (Nugroho, 2006:2).

Stimulus pengumuman yang berisi informasi berupa laporan keuangan, pengumuman pembagian dividen, *stock split* dan lainnya dapat berdampak pada reaksi pasar yang tercermin dalam harga saham. Besarnya pengaruh pengumuman dividen secara simultan dapat mempengaruhi harga dan volume yang merefleksikan reaksi pasar. Jika adanya reaksi harga saham yang diakibatkan dari suatu pengumuman, maka bisa diartikan bahwa pengumuman itu mengandung informasi. Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* saham sebagai nilai perubahan harga. Pengumuman pembayaran dividen dikatakan mengandung informasi apabila memberikan *return* yang signifikan kepada pasar. Sebaliknya, jika pengumuman pembayaran dividen tidak mem-

berikan *abnormal return* yang tidak signifikan maka itu tidak mengandung informasi (Christian, 2004:4).

Beberapa penelitian yang dilakukan, baik di Indonesia maupun di luar negeri masih memberikan hasil yang beragam, seperti dalam Nugroho (2006:2) bahwa hasil penelitian yang dilakukan Patmawati (1999), Sudjoko (1999) dan Kartini (2001), menyimpulkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi. Penelitian yang dilakukan Amsari (1993), Soetjipto (1997) dan Sugeng (2000) tidak menemukan bukti adanya kandungan informasi atas pengumuman dividen. Dari hasil penelitian-penelitian terdahulu mengenai kandungan informasi yang dilakukan di Indonesia masih berlainan maka penulis ingin melakukan penelitian lebih lanjut.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah dalam penelitian ini penulis menganalisis semua perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 yang melakukan pengumuman pembayaran

dividen sedangkan penelitian sebelumnya menganalisis tentang perubahan pembayaran dividen (naik/turun) pada perusahaan manufaktur yang tergabung dalam indeks LQ-45. Sedangkan persamaannya adalah pada variabel independennya yaitu *abnormal return*. Selain itu dari data yang ada, sejumlah 45 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45 terdapat 26 perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dan 19 perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen selama Januari sampai dengan Desember tahun 2007 (*Indonesian Capital Market Directory* (ICMD)).

KAJIAN TEORITIK DAN HIPOTESIS

Efisiensi Pasar

Secara umum, efisiensi pasar (*market efficiency*) didefinisikan sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Konsep awal dari efisiensi pasar yang berhubungan dengan informasi laporan keuangan berasal dari praktek analisis sekuritas

yang mencoba menemukan sekuritas-sekuritas dengan harga yang kurang benar (*mispriced*). Sekuritas-sekuritas yang dihargai kurang benar merupakan sekuritas-sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinsiknya atau nilai fundamentalnya. Maka efisiensi pasar (*market efficiency*) diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsik (Arifin, 2004:1-6).

Pasar yang efisien sebagai suatu pasar sekuritas, dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas "mencerminkan secara penuh" informasi yang tersedia. Definisi ini menekankan pada dua aspek yaitu "*fully reflect*" dan "*information available*". Pengertian dari "*fully reflect*" menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Pasar dikatakan efisien jika dengan menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas bersangkutan (Arifin, 2004:3-5).

Definisi pasar menimbulkan banyak perdebatan. Dengan adanya definisi yang tidak jelas, tidak operasional dan sirkular. Misalnya terdapat informasi baru yang masuk ke pasar dan kemudian terlihat bahwa harga dari sekuritas yang berhubungan dengan informasi ini berubah. Ini yang dikatakan sirkular, yaitu tentu saja perubahan harga tersebut terjadi karena informasi yang tersedia. Akan tetapi dapatkah keadaan tersebut dikatakan pasar sudah efisien. Definisi ini tidak menunjukkan seberapa tepat dan seberapa cepat perubahan harga tersebut diakibatkan oleh informasi yang tersedia (Arifin, 2004:6).

Istilah "fully reflect" juga tidak jelas. Harga dari sekuritas berubah karena adanya perubahan kepercayaan (*belief*) oleh investor akibat adanya informasi yang baru. Permasalahan lain dari definisi ini adalah menyangkut akurasi ekspektasi dari investor-investor terhadap harga sekuritas. Menurut Zainul Arifin bahwa definisinya sulit dibuktikan secara empiris, karena dibutuhkan

suatu *benchmark* yang menunjukkan akurasi dari ekspektasi semua harga investor. Fama mencoba menformalkan definisinya dengan mendefinisikan suatu fungsi dari harga-harga di masa datang yang tergantung dari setiap informasi yang tersedia di periode sekarang. Fama mengusulkan dibutuhkan suatu model ekuilibrium untuk menentukan fungsi harga-harga di masa datang akibat informasi sekarang (Arifin, 2004:7).

Pasar dikatakan efisien terhadap suatu informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Definisi Beaver ini mempunyai arti bahwa pasar dikatakan efisien terhadap satu setiap informasi yang spesifik (dihasilkan dari suatu sistem informasi) jika harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan sel informasi tersebut. Harga yang terjadi di pasar yang efisien ini disebut dengan "full-

information price". Definisi ini juga masih menimbulkan masalah dalam hal pengujian pasar yang efisien. Untuk menguji pasar yang efisien, maka masih dibutuhkan suatu ukuran pembanding (*benchmark*). *Benchmark* yang digunakan adalah *return* normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. *Return* hasil dari informasi ini kemudian dibandingkan dengan *return* normal menurut *benchmark*. Model CAPM atau model pasar berdasarkan model tunggal dapat digunakan untuk menghitung *return* normal tersebut. Selisih dari *return* normal dengan *return* sesungguhnya merupakan *return* yang tidak normal (*abnormal return*) atau disebut juga *return* yang kelebihan (*excessive return*). Dengan demikian untuk pasar yang efisien investor tidak akan menikmati *abnormal return* atau *excessive return* (Arifin, 2004:7-8).

Efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan

bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut. Definisi yang mendasarkan pada proses yang dinamik ini menekankan pada kecepatan penyebaran informasi yang tidak simetris. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi ini dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu semua orang memiliki informasi ini. Ada beberapa penjelasan yang mendasari penyebaran informasi tidak simetris menjadi simetris (Arifin, 2004:8-9):

a. Informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini akan terjadi dengan cepat.

b. Investor yang memiliki informasi privat akan menggunakannya dan setelah itu mereka akan bersedia untuk menjualnya. Nilai dari informasi ini akan semakin rendah mendekati nol dengan semakin banyaknya investor lain yang

menggunakan informasi tersebut dan berusaha menjualnya kembali. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini akan terjadi lebih lambat.

c. Investor yang mendapat informasi secara privat akan melakukan tindakan yang spekulatif (*speculative behavior*) untuk bertransaksi menggunakannya sampai dicapai harga informasi penuh (*full-information price*). Informasi asimetrik terjadi karena pemilik informasi privat sudah menggunakan informasi tersebut secara penuh.

d. Teori ekspektasi rasional yaitu teori yang menjelaskan bahwa investor yang tidak mempunyai informasi akan melakukan transaksi dengan mengikuti transaksi yang dilakukan oleh investor yang mempunyai informasi dengan cara mengamati perubahan dari harga yang terjadi. Informasi asimetrik terjadi karena semua informasi asimetrik sudah diserap oleh pasar lewat pengamatan harga yang terjadi akibat informasi privat tersebut.

Pasar yang efisien adalah pasar di mana suatu sekuritas melakukan proses secara cepat atas informasi baru yang menyebabkan harganya mengarah pada keseimbangan dengan nilai intrinsiknya (Arifin, 2004:9). Kecepatan suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang sangat penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan yang baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar ini disebut pasar efisien (Husnan, 2003:269)

Inefisiensi pasar modal terjadi ketika harga saham tidak secara penuh mencerminkan informasi yang tersedia yang mempengaruhi harga. Akibatnya ada suatu periode di mana nilai saham menjadi *under price* atau *over price*, sehingga terdapat suatu kesempatan bagi investor yang jeli dan mampu mengidentifikasi inefisiensi serta membeli sekuritas yang *under valued*. Akhirnya akan terjadi penyesuaian harga

yang dapat mencerminkan informasi yang berkaitan dengannya (Husnan, 2003:271).

Di dalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lainnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru. Reaksi suatu pasar terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang sangat penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga

keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Dengan demikian ada hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan ekuilibrium dengan konsep pasar efisien yang mencoba menjelaskan bagaimana memproses informasi untuk menuju ke posisi ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia (Arifin, 2004:2).

Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasi yang disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) atau dapat juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia yang disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan

(*decisionally efficient market*) Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat dengan penjelasan sebagai berikut (Arifin, 2004:3-4):

a. Efisiensi pasar berbentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan masa sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk

mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa : (1) Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut; (2) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut; (3) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan

pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten; (4) Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual atau investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Tujuan membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan

ketiga bentuk pasar ini berupa tingkatan yang kumulatif. Tingkatan kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya bahwa pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien bentuk setengah kuat.

Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah, jika efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi, maka efisien pasar secara keputusan mempertimbangkan dua buah faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar. Karena melibatkan lebih banyak faktor dalam menentukan pasar yang efisien, suatu pasar yang efisien secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang lebih tinggi dibandingkan

efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi.

Dengan demikian pasar yang efisiensi secara informasi belum tentu efisien secara keputusan. Contohnya adalah pengumuman pembayaran dividen yang naik dari nilai dividen periode sebelumnya dan informasi ini tersedia untuk semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan. Dengan mening-katnya nilai dividen yang dibayar, perusahaan emiten mencoba memberi sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa depan, sehingga mampu meningkatkan pembayaran dividen. Pelaku pasar yang kurang canggih akan menerima informasi peningkatan ini begitu saja sebagai sinyal yang baik tanpa menganalisisnya lebih lanjut dan harga sekuritas akan mencerminkan informasi baik ini secara penuh. Sebaliknya pelaku pasar yang canggih tidak akan mudah dibodohi oleh emiten, mereka akan menganalisis informasi ini lebih lanjut untuk menentukan apakah benar ini

merupakan sinyal yang valid dan dapat dipercaya (Arifin, 2004:5).

Dividen

Dividen (*dividend*) adalah pembagian aktiva perusahaan kepada para pemegang saham perusahaan. Dividen dapat dibayar dalam bentuk uang tunai (kas), saham perusahaan, ataupun aktiva lainnya. Semua dividen haruslah diumumkan oleh dewan direksi sebelum dividen tersebut menjadi kewajiban perusahaan. Terdapat beberapa tanggal penting yang menjadi perhatian dalam prosedur pembagian dividen (Simamora, 2000:423):

a. Tanggal Pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal pada saat direksi mengumumkan dividen. Pada tanggal tersebut dividen menjadi kewajiban perusahaan dan dicatat pada buku perusahaan. Tanggal pengumuman ini biasanya beberapa minggu sebelum tanggal pembayaran dividen.

b. *Cum Dividend* adalah tanggal dimana seluruh pemegang saham perusahaan sampai batas tanggal

tersebut berhak mendapatkan dividen.

c. Tanggal pencatatan (*date of record*) merupakan tanggal yang dipilih oleh dewan direksi untuk mendaftar para pemegang saham yang berhak menerima dividen. Karena waktu yang tersita untuk menyusun daftar para pemegang saham, maka tanggal pencatatan biasanya dua atau tiga minggu setelah tanggal pengumuman dividen, namun sebelum tanggal pembayaran dividen.

d. *Ex Dividend* yaitu tanggal dimana pemegang saham tidak lagi berhak mendapat dividen.

e. Tanggal Pembayaran (*date of payment*) adalah tanggal dividen benar-benar dibayarkan. Pembayaran biasanya berlangsung beberapa minggu setelah tanggal pengumuman dividen.

Istilah dividen biasanya dipahami sebagai distribusi kas oleh perseroan kepada pemegang sahamnya. Dividen dinyatakan sebagai jumlah spesifik per lembar saham biasa. Dividen kas

adalah pembagian laba oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Jumlah yang diterima sepadan dengan banyaknya jumlah lembar saham yang dimilikinya.

Biasanya terdapat kondisi yang patut oleh perusahaan untuk membayar dividen kas, yaitu saldo laba yang mencukupi, kas yang memadai, dan tindakan formal oleh dewan direksi. Jumlah saldo yang besar tidak harus berarti bahwa perusahaan mampu membayar dividen. Dana kas perlu pula tersedia dengan jumlah memadai yang melebihi kebutuhan-kebutuhan operasi normal. Dewan direksi tidak wajib mengumumkan dividen setiap tahun, bahkan walaupun terdapat saldo kas yang cukup besar untuk membagikan dividen. Kurangnya dana ataupun posisi kas yang sangat ketat dapat memaksa direksi perusahaan untuk mengurangi atau bahkan meniadakan pembayaran dividen. Keputusan distribusi itu mestilah dipikirkan secara matang karena dividen sering menjadi elemen kunci dalam imbalan yang diharapkan

oleh para pemodal dari saham yang dimilikinya. Harga pasar saham kerap jatuh secara dramatis pada saat deklarasi dividen ternyata lebih kecil daripada yang diprediksi sebelumnya.

Sebagian besar perusahaan mencoba mempertahankan catatan pembayaran dividen yang stabil dalam upaya membuat saham mereka kelihatan memikat bagi para pemodal. Dividen dapat dibayarkan sekali setahun atau setiap semesteran.

Ada beberapa teori dividen yang dikemukakan oleh para ahli (Basyori, 2008:33-34) :

a. Teori Residu Dividen (*Residual Dividend of Theory*)

Residual dividend of theory adalah sisa laba yang tidak diinvestasikan kembali. Dalam memenuhi kebutuhan dana untuk investasi perusahaan akan berusaha mendapatkan dana dari hutang yang biasanya biaya modalnya rendah, dan dari laba ditahan. Apabila masih belum mencukupi akan mengeluarkan saham baru yang biasanya biaya modalnya lebih mahal. Untuk

itu penggunaan laba ditahan dan emisi saham baru tergantung dari *return reinvestasi*.

b. Dividen Model Walter (*Walter's Dividend Model*)

Teori dividen model Walter ini berpendapat bahwa selama keuntungan yang diperoleh dari reinvestasi lebih tinggi dibanding dengan biayanya, maka reinvestasi tersebut cenderung akan meningkatkan harga saham atau nilai perusahaan.

c. Dividen Model Modigliani dan Miller (*Modigliani and Miller's Model*)

Modigliani dan Miller menekankan bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan sumber dana yang lain, artinya bila perusahaan membayar dividen maka perusahaan harus mengganti dengan mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian adanya kenaikan pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat dari

penjualan saham baru (Nugroho, 2006:49).

d. Teori Irrilevansi Dividen

Teori irrilevansi dividen pertama kali dikemukakan oleh Merton H. Miller dan Franco Modigliani atau disebut dengan teori MM. Teori irrelevansi dividen menyatakan bahwa perubahan kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai suatu perusahaan, jika terjadi pengaruh nilai pada perusahaan, ini tidak disebabkan perubahan kebijakan dividen tetapi pengaruh dari informasi yang diterbitkan perusahaan kepada pemegang saham. Hal tersebut terjadi ada asumsi yang tidak relevan dengan praktiknya. Asumsi tersebut yaitu tidak terdapat pajak, biaya emisi atas jual beli saham, *leverage* keuangan tidak berpengaruh terhadap biaya modal perusahaan, investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan dimasa datang, distribusi pendapatan diantara dividen dan laba tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas saham dan kebijakan penganggaran

modal perusahaan terlepas dari kebijakan dividennya.

e. Teori Relevansi Dividen

Teori relevansi dividen pertama kali dikemukakan oleh Myron J. Gordon dan Jhon Lintner (1962), argumen ini biasa dikenal dengan *The Bird in Hand*. Teori tersebut menyatakan bahwa pemegang saham menyukai dividen dan terdapat hubungan langsung antara kebijakan dividen dan nilai pasarnya, pembayaran dividen dipercayai dapat mengurangi ketidakpastian investor. Sebaliknya jika dividen dikurangi atau tidak dibayarkan, tingkat kepastian investor akan meningkat dan menyebabkan peningkatan pengembalian yang diinginkan serta mengurangi nilai saham. Kesimpulan dari teori relevansi dividen adalah investor pada umumnya menghindari risiko, dalam meminimalisasi risiko salah satunya dengan dibagikannya dividen, sebaliknya dari teori irrelevansi dividen. Teori ini berkesimpulan bahwa ada *trade Off* antara dividen dan risiko yang akan datang. Makin besar dividen

payout makin kecil risiko yang akan ditanggung oleh investor.

Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Sedang apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan (Soetrisno, 2003:303).

Dividen kas merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Ada dua jenis dividen, yaitu; (1) dividen saham preferen

yang dibayarkan secara tetap dalam jumlah tertentu, dan (2) dividen saham biasa yang dibayarkan kepada pemegang saham apabila mendapatkan laba. Harga saham dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan dividen. Besarnya dividen yang dibayarkan akan meningkatkan nilai perusahaan atau harga saham. Namun semakin besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan memperkecil sisa dana yang dapat dipergunakan untuk mengembangkan perusahaan sebagai *reinvestasi*, karena laba ditahan tersebut merupakan sumber dana intern yang dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan. Semakin rendah laba ditahan akibatnya akan memperkecil kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba yang pada akhirnya juga memperkecil pertumbuhan dividen. Dari keterangan diatas ternyata kebijakan dividen tersebut menimbulkan dua akibat yang bertentangan, oleh karena itu penentuan besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang

saham menjadi sangat penting dan merupakan tugas manajer keuangan untuk mengambil kebijakan dividen yang optimal. Rasio Pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba yang ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Alokasi penentuan laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen.

Hipotesis

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H_1 : B a h w a terdapat *abnormal return* saham disekitar tanggal pengumuman dividen pada perusahaan yang melakukan pembayaran deviden.

H_2 : B a h w a terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen pada perusahaan yang melakukan pembayaran deviden.

H_3 : Bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen pada perusahaan yang melakukan pembayaran deviden.

METODOLOGI PENELITIAN

Definisi Operasional

1. Dividen

Pengertian dari dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. Variabel dividen yang digunakan dalam penelitian ini adalah dividen tunai yang dibayarkan perusahaan selama tahun 2007.

2. *Abnormal Return*

Abnormal Return atau keuntungan diatas normal adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*return ekspektasi*). *Abnormal return* ini bisa bernilai positif ataupun negatif. Untuk menghitung *abnormal return* yang diharapkan menggunakan

model pasar (market model) yaitu ;

a). Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi

b). Menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Sehingga dalam menghitung *abnormal return* dengan langkah-langkah sebagai berikut :

1). Menentukan *return* saham, *return* saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa datang (Jogiyanto, 2008:195). *Return* realisasi (*realized return*) dihitung berdasarkan data historis. Menghitung *return* saham harian (R_{it}) dengan rumus:

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

Dimana :

R_{it} : *return* saham i pada waktu t

P_{it} : harga saham i pada waktu t

P_{it-1} : harga saham i pada waktu t-1

2). Menghitung *return* pasar harian (R_{mt}) dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

R_{mt} : Return pasar pada waktu t

IHSG_t : Indeks harga saham gabungan pada waktu t

IHSG_{t-1} : Indeks harga saham gabungan pada waktu t-1

3). Menghitung *abnormal return* dengan rumus :

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

Dimana:

AR_{it} : *Abnormal return* saham i pada waktu t

R_{it} : *Actual return* untuk saham i pada waktu t

R_{mt} : *Return* saham pada waktu t

3. Rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman, menggunakan rumus :

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

Dimana:

AAR_{nt} : Rata-rata *abnormal return* saham pada waktu t

n : Jumlah seluruh saham perusahaan

4. *Trading Volume Activity* (TVA)

Trading Volume Activity merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan variasi lain dari *event study*. Perbedaan dari keduanya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu event.

Pendekatan TVA digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak-form efficiency*). Hal ini karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga peneliti hanya dapat mengamati

reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan saham pada pasar yang diteliti. menghitung TVA dengan rumus:

$$TVA_t = \frac{\text{Jml vol. Saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jml vol. Saham perusahaan yang beredar pada waktu } t}$$

TVA_t : *Trading volume activity* i pada waktu t

Selanjutnya menghitung rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah peristiwa :

$$TVA = \frac{\text{Jumlah TVA}}{n}$$

TVA : *Trading volume activity*

TVA : Jumlah *Trading volume activity*

n : Jumlah sampel

Sasaran Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 pada Bursa Efek Indonesia pada 2007. Teknik penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45, yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia selama periode analisis, yaitu januari sampai dengan desember tahun 2007.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan mulai januari sampai dengan desember tahun 2007.

3. Perusahaan memiliki data yang lengkap untuk digunakan dalam penelitian ini yang meliputi Pengu-muman pembayaran dividen, harga saham harian dan indeks harga saham gabungan suatu perusahaan. Dari data yang ada sebanyak 26 (dua puluh enam) sampel perusahaan yang melakukan pembayaran dividen.

Teknik Pengumpulan Data

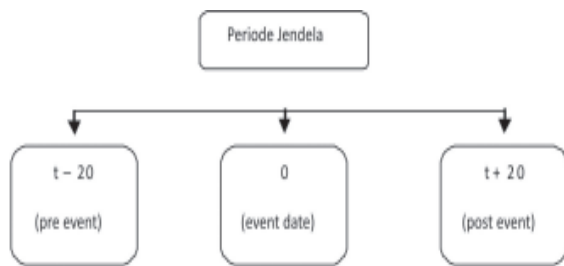
Jenis data yang digunakan peneliti adalah data sekunder, dimana data tersebut telah diolah oleh perusahaan, sedangkan metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah metode pengumpulan data dengan mengumpulkan literatur-literatur yang berhubungan dengan permasalahan yang akan diteliti oleh penulis. Data dalam penelitian ini diperoleh dari www.jsx.co.id, www.yahoofinance.com, dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Data yang diperlukan meliputi:

1. Nama perusahaan dan jumlah dividen tunai yang dibayarkan perusahaan selama tahun 2007 (dividen tiap lembar saham).
2. Harga saham harian untuk tiap-tiap saham perusahaan yang dijadikan sampel pada tahun 2007 (*closing price*).
3. Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun 2007.

Teknik Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Menentukan periode estimasi dan periode jendela (*event period*). *Event period* merupakan jumlah lamanya pengamatan waktu penelitian. *Event period* yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah selama 41 (empat puluh satu) hari, yaitu 20 (dua puluh) hari sebelum tanggal pengumuman dividen (*pre event*), hari pengumuman (*event date*), dan 20 (dua puluh) hari sesudah pengumuman dividen (*post event*). Penetapan jumlah hari yaitu antara $t - 20$ sampai $t + 20$.



Gambar 1. Periode Pengamatan

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Berdasarkan populasi dari perusahaan yang masuk dalam perhitungan indeks LQ 45 pada tahun 2007, sesuai dengan kriteria pemilihan sampel yaitu; perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45, perusahaan menerbitkan laporan keuangan periode Januari sampai dengan Desember tahun 2007 yang meliputi pembayaran dividen, harga saham harian dan indeks harga saham gabungan suatu perusahaan. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel diperoleh sampel sebagaimana pada tabel V.1 dibawah ini :

Tabel 1
Kriteria pemilihan sampel

No.	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1.	Jumlah populasi	45
2.	Perusahaan yang tidak membayar dividen dan laporan keuangan tidak lengkap	19
3.	Perusahaan yang membayar dividen	26

Sumber : Data diolah

Berikut ini adalah penjelasan analisis terhadap hasil pengolahan data.

a. *Abnormal Return*

Tabel 2
Statistik Deskriptif *Abnormal Return*

AR	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Sebelum	20	-,5570	1,3661	,1475	,4355
Sesudah	20	-,2968	,2731	-,0009	,1254
Valid N (listwise)	20				

Sumber : data diolah

Keterangan : N dalam penelitian ini adalah periode waktu (*event study*) yaitu selama 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah peristiwa yang tercermin dalam AR.

Berdasarkan tabel 2, sebelum peristiwa pengumuman pembayaran dividen menunjukkan bahwa dari 20 observasi sebelum peristiwa pembayaran dividen dapat diketahui nilai rata-rata (*mean*) *abnormal return* sebesar 0,1475 berarti bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan menghasilkan *abnormal return* sebesar 0,1475. Selisih besarnya *abnormal return* antara nilai *mean* dengan nilai minimum sebesar 0,704 sedangkan nilai *mean* dibanding nilai maximum sebesar

1,219. Nilai standar deviasi sebelum peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,4355 ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki variasi data besar karena nilai *mean* lebih kecil dari nilai standar deviasinya sebesar 0,1475.

Sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden menunjukkan bahwa nilai rata-rata (*mean*) *abnormal return* sebesar 0,0009 artinya bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan menghasilkan *abnormal return* sebesar 0,0009. Selisih besarnya *abnormal return* antara nilai *mean* dengan nilai minimum sebesar 0,296 sedangkan nilai *mean* dibanding nilai maximum sebesar 0,274. Dari tabel V.2 diatas, sesudah peristiwa pembayaran deviden diketahui bahwa nilai *mean* sebesar 0,0009 sedangkan nilai standar deviasi sesudah peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,1254 ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki variasi data besar karena nilai *mean* lebih kecil dari nilai standar deviasinya. Selisih nilai *mean* antara sebelum dan sesudah peristiwa pembayaran deviden diketahui sebesar 0,148, sedangkan selisih nilai standar deviasi sebelum dan sesudah peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,310 hal ini menunjukkan bahwa terjadi variasi data yang besar karena nilai *mean* lebih kecil dari nilai standar deviasinya.

b. Rata-rata *Abnormal Return*

Tabel 3

Statistik Deskriptif Rata-rata *Abnormal Return*

AAR	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Sebelum	20	-,0214	,0525	,0057	,0167
Sesudah	20	-,0114	,0105	-,0000	,0048
Valid N (listwise)	20				

Sumber : data diolah

Keterangan : N dalam penelitian ini adalah periode waktu (*event study*) yaitu selama 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah peristiwa yang tercermin dalam AAR.

Dari tabel 3, sebelum peristiwa pengumuman pembayaran deviden diketahui bahwa nilai *mean* untuk rata-rata *abnormal return* sebesar 0,0057 ini berarti bahwa rata-rata *abnormal return* perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 0,0057. Besarnya selisih rata-rata *abnormal return* antara nilai *mean* dengan nilai minimum sebesar 0,027, sedangkan nilai *mean* dibanding nilai maximum sebesar 0,047. Nilai standar deviasi sebelum peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,0167 ini berarti bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki variasi data besar karena nilai *mean* lebih kecil nilai standar deviasinya yaitu sebesar 0,0057.

Sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden menunjukkan bahwa nilai *mean* rata-rata *abnormal return* sebesar 0,0000 artinya bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan menghasilkan *abnormal return* sebesar 0,0000. Kisaran besarnya rata-rata *abnormal*

return antara nilai *mean* dengan nilai minimum sebesar 0,011, sedangkan nilai *mean* dibanding nilai maximum sebesar 0,011. Sesudah peristiwa pembayaran deviden diketahui bahwa nilai *mean* sebesar 0,0000 sedangkan nilai standar deviasi sesudah peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,0048 ini berarti bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki variasi data yang besar karena nilai *mean* sesudah peristiwa lebih kecil daripada nilai standar deviasi yang dihasilkan yaitu sebesar 0,000. Selisih nilai *mean* antara sebelum dan sesudah peristiwa pembayaran deviden diketahui sebesar 0,006, sedangkan selisih nilai standar deviasi sebelum dan sesudah peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,012 hal ini menunjukkan bahwa terjadi variasi data yang besar karena nilai *mean* lebih kecil dari nilai standar deviasinya.

c. *Trading Volume Activity (TVA)*

Tabel 4
Statistik Deskriptif *Trading Volume Activity (TVA)*

TVA	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Sebelum	20	,0447	,2034	,0898	,0416
Sesudah	20	,0456	,1107	,0735	,0153
Valid N (listwise)	20				

Sumber : data diolah

Keterangan : N dalam penelitian ini adalah periode waktu (*event study*) yaitu selama 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah peristiwa yang tercermin dalam TVA.

Berdasarkan tabel 4, sebelum peristiwa pengumuman pembayaran deviden, nilai *mean* sebesar 0,0898 ini berarti bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan sebesar 0,0898. Selisih besarnya rata-rata *Trading Volume Activity* antara nilai *mean* dengan nilai minimum sebesar 0,045, sedangkan nilai *mean* dibanding nilai maximum sebesar 0,114. Rata-rata kemampuan menghasilkan *trading volume activity* lebih besar dari nilai standar deviasi (0,0416), hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan menghasilkan *trading volume activity* dengan variasi yang kecil karena nilai *mean* lebih besar dari nilai standar deviasinya.

Sesudah peristiwa nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,0735 *Activity* perusahaan yang diobservasi memiliki kemampuan sebesar 0,0735. Selisih besarnya rata-rata *Trading Volume Activity* antara nilai *mean* dengan nilai minimum sebesar 0,028, sedangkan nilai *mean* dibanding nilai maximum sebesar 0,037. Selisih nilai *mean* antara sebelum dan sesudah peristiwa pembayaran deviden diketahui sebesar 0,0163, sedangkan selisih nilai standar deviasi sebelum dan sesudah peristiwa pembayaran deviden sebesar 0,0263 hal ini menunjukkan bahwa terjadi variasi data yang kecil karena nilai *mean* lebih besar dari nilai standar deviasinya.

Uji Hipotesis

Hasil uji hipotesis pertama yang menyatakan bahwa terdapat *abnormal return*

disekitar tanggal pengumuman pembayaran deviden dengan cara menguji setiap periode pengamatan sebagaimana tabel 5 dibawah ini :

Tabel 5
Hasil pengujian *Abnormal Return*

Sebelum			Setelah		
Hari	AR	t hitung	Hari	AR	t hitung
t-20	0,0065	1,2480	t+1	0,0105	2,4960 **
t-19	0,0014	-0,1050	t+2	-0,0012	0,1630
t-18	0,0028	0,6180	t+3	0,0025	1,7050
t-17	0,0077	1,5210 ***	t+4	0,0036	1,3650
t-16	-0,0214	-1,0540	t+5	0,0020	2,1420 **
t-15	-0,0040	-0,6200	t+6	-0,0055	-0,0480
t-14	0,0478	0,8440	t+7	-0,0001	-0,1050
t-13	0,0525	1,0570	t+8	-0,0114	-1,5980
t-12	0,0017	-0,0250	t+9	-0,0024	-0,5670
t-11	-0,0068	-0,7250	t+10	-0,0004	-0,2490
t-10	0,0088	2,0960 **	t+11	0,0046	0,5110
t-9	-0,0017	-0,7220	t+12	0,0029	1,1160
t-8	0,0072	0,6340	t+13	0,0009	0,5650
t-7	0,0000	0,0930	t+14	-0,0044	-0,3840
t-6	0,0032	1,1980	t+15	0,0009	1,0570
t-5	-0,0024	-0,3700	t+16	-0,0033	-0,0850
t-4	0,0086	1,2090	t+17	0,0030	0,8720
t-3	0,0035	1,0820	t+18	-0,0040	-0,1620
t-2	0,0046	2,1430 **	t+19	-0,0047	-0,4730
t-1	-0,0064	-0,6370	t+20	0,0057	0,6480

Sumber : Data diolah

Keterangan : * = Sign. Pada $\pm = 1\%$
($t_{\text{tab}} = 2,539$)

** = Sign. Pada $\pm = 5\%$ ($t_{\text{tab}} = 1,729$)

*** = Sign. Pada $\pm = 10\%$ ($t_{\text{tab}} = 1,328$)

Dari tabel 5 menunjukkan bahwa hasil perhitungan t statistik sebelum dan sesudah pengumuman pembayaran deviden diketahui bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan terjadi pada t-17, t-10, t-2, t+1 dan t+5. Dari lima hari tersebut terdapat *abnormal return positif*, Signifikan *abnormal return* terjadi pada hari t-2 dan t+1 pada derajat $\pm 5\%$ sebesar 1,729 yang berarti bahwa

pengumuman pembayaran deviden oleh perusahaan menunjukkan adanya reaksi pasar yang tercermin dalam *abnormal return*. hal ini menunjukkan bahwa deviden merupakan sinyal bagi investor dan ditafsirkan sebagai sinyal kenaikan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya dimasa mendatang.

Hasil uji hipotesis kedua yang menyatakan bahwa apakah terdapat perbedaan rata-rata *Abnormal Return* antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden dapat dilihat pada tabel 6 dibawah ini :

Tabel 6
Paired Samples Test rata-rata *Abnormal Return*

AAR	Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower				Upper
Pair 1 Sebelum - Sesudah	,0057	,0189	,0042	-,0031	,0146	1,353	19	,192

Sumber : data diolah

Dari tabel 6 diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 1,353 sedangkan nilai t_{tabel} sebesar 1,328, nilai t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} pada derajat signifikan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden.

Hasil uji hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa apakah terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden dapat dilihat pada tabel 7 dibawah ini :

Tabel 7
Paired Samples Test *Trading Volume Activity*

TVA	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 Sebelum- Sesudah	,0163	,0492	,0109	-,0067	,0393	1,487	19	,153

Sumber : data diolah

Dari tabel 7 diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 1,487 sedangkan nilai t_{tabel} sebesar 1,328, nilai t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} pada derajat signifikan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden.

Pembahasan

Hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* positif atau negatif disekitar tanggal pengumuman deviden pada perusahaan yang melakukan pembayaran deviden. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diatas pada tabel 5 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara sebelum dan sesudah pengumuman pembayaran deviden yang tercermin dalam *abnormal return* saham pada perusahaan yang melakukan pembayaran deviden. Selama periode observasi sebagian hipotesis diterima karena nilai yang dihasilkan menunjukkan hasil yang positif, dimana nilai t_{hitung} yang dihasilkan lebih besar dari pada t_{tabel} sebesar 1,729 signifikan pada $\pm 5\%$. *Abnormal return* yang positif menunjukkan bahwa pasar memberikan reaksi positif dan merupakan *good news* bagi investor,

informasi ditanggapi oleh investor dengan memberikan reaksi positif atas hal tersebut yang ternyata dapat memberikan *abnormal return* yang signifikan pada hari tersebut.

Abnormal return yang terjadi sebelum peristiwa menunjukkan bahwa adanya kebocoran informasi karena sebelum pembayaran deviden reaksi yang diharapkan terjadi positif, sehingga para investor mencoba untuk mengakses informasi ke dalam perusahaan dan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi aki-batnya reaksi terjadi sebelum pengumuman dilakukan. *Abnormal return* yang terjadi sesudah peristiwa menunjukkan bahwa pengumuman pembayaran deviden dianggap oleh investor dan calon investor sebagai sinyal yang positif, sehingga akan menaikkan harga saham dan berarti akan mendapatkan *abnormal return* yang positif juga pada saat atau sesudah pengumuman deviden. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Patmawati (1999), Sudjoko (1999), Kartini (2001) dan Basyori (2008) yang menyatakan bahwa pembayaran deviden dianggap sebagai sinyal positif terhadap kinerja perusahaan berada dalam kondisi yang stabil, baik saat ini maupun di masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang dike-mukakan oleh (Arifin, 2004: 2-11) bahwa teori efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) menyatakan suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar dan berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari

aktiva yang bersangkutan. Semua informasi yang diterima oleh pasar tidak akan secara langsung digunakan untuk mengambil keputusan atas aktiva tertentu, namun informasi tersebut akan diinterpretasikan terlebih dahulu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor terpenting dalam penerimaan informasi baru yang relevan diterima pasar adalah kecanggihan para pelaku pasar dalam menginterpretasikan informasi baru tersebut sebagai *good news* ataupun *bad news*. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien.

Hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden. Dari hasil pengujian hipotesis diatas pada tabel V.6 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden. Adanya perbedaan rata-

rata *abnormal return* berarti bahwa atas pengumuman pembayaran deviden menunjukkan reaksi pasar dan informasi tersebut merupakan *good news* yang kemungkinan besar akan memberikan keuntungan bagi investor. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan pronayuda (2006) bahwa pada periode peristiwa pengumuman pembayaran deviden, harga saham belum dapat merefleksikan secara penuh, seluruh informasi yang tersedia. Implikasinya bahwa investor mampu menghasilkan *abnormal return* dengan menggunakan informasi yang dipublikasikan.

Hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden. Dari hasil pengujian hipotesis diatas pada tabel 7 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham sebelum dan sesudah peristiwa yang berarti bahwa terjadi peningkatan aktivitas volume perdagangan pada

periode observasi. Peningkatan aktivitas volume perdagangan memiliki arti ganda, apabila volume perdagangan meningkat akibat peningkatan permintaan (*demand*), maka dapat diartikan bahwa peristiwa pengumuman pembayaran deviden merupakan peristiwa yang "positif" (*good news*), sehingga investor akan melakukan pembelian saham-saham dengan harapan mereka akan mendapatkan *abnormal return*. Sebaliknya, jika peningkatan volume perdagangan ini lebih banyak diakibatkan oleh peningkatan penjualan (*supply*) saham, maka dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar atau investor mengartikan bahwa peristiwa tersebut sebagai "*bad news*", sehingga investor akan melakukan penjualan saham-sahamnya dikarenakan adanya kekhawatiran ketidakpastian situasi di pasar modal.

Dalam hal ini, penulis cenderung untuk memilih kesimpulan yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman pembayaran deviden lebih mengarah kepada *bad news*, karena

peristiwa tersebut terjadi pada saat kondisi perekonomian Indonesia sedang mengalami keterpurukan sebagai akibat dari adanya krisis ekonomi yang telah berlangsung lama, sehingga mengakibatkan dampak pengumuman tersebut tidak terlalu signifikan bagi investor.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh (Arifin, 2004:3-5), bahwa suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia (*information available*), sehingga investor secara akurat dapat mengekspansi harga dari sekuritas bersangkutan.

SIMPULAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan *event study* mengenai *abnormal return*, rata-rata *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan dengan peristiwa pengumuman pembayaran deviden pada perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007. Pengujian hipotesis

mengenai reaksi pasar menggunakan uji beda (*paired t test*). Berdasarkan kriteria pemilihan sampel diperoleh sampel sebanyak 26 perusahaan yang membayar deviden dari jumlah populasi sebanyak 45. Dari jumlah populasi 45 terdapat 19 perusahaan yang tidak membayar deviden dan laporan keuangannya tidak lengkap.

Dari hasil pengujian hipotesis, maka kesimpulan dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Dari pengamatan terhadap *Abnormal Return* didapatkan bahwa dari periode kejadian selama 41 hari, terdapat *abnormal return* positif secara signifikan yang diperoleh investor sebelum dan sesudah peristiwa pada perusahaan yang melakukan pengumuman pembayaran deviden pada tahun 2007. Dapat disimpulkan bahwa pembayaran deviden dianggap sebagai sinyal positif sehingga akan menaikkan harga saham dan berarti akan mendapatkan *abnormal return* pada saat sebelum atau sesudah

pengumuman deviden dan mencerminkan kinerja perusahaan berada dalam kondisi yang stabil, baik saat ini maupun di masa yang akan datang.

2. Pengujian beda rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa, didapat hasil bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembayaran deviden yang berarti bahwa atas pengumuman pembayaran deviden menunjukkan reaksi pasar dan informasi tersebut merupakan *good news* yang kemungkinan besar akan memberikan keuntungan bagi investor.

3. Hasil yang diperoleh dari uji beda aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity*) sebelum dan setelah peristiwa didapat hasil bahwa *Trading Volume Activity* saham antara sebelum dan sesudah peristiwa berbeda secara signifikan yang berarti bahwa terjadi peningkatan aktivitas volume perdagangan pada periode observasi. Dalam hal

ini penulis cenderung untuk memilih hasil analisis TVA tersebut lebih ke arah *bad news*.

Daftar Pustaka

- Arifin, Zainul, (2004), "*Efisiensi Pasar dalam manajemen investasi*", UMB, Yogyakarta.
- Basyori, Kurnia, (2008), "*Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham*", Skripsi Sarjana FE UII, Yogyakarta, (tidak dipublikasi).
- Christian, Ivan, (2004), "*Reaksi Investro Atas Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return Dan Volume Perdagangan*", Tesis Pascasarjana Universitas Widyatama, Bandung, (tidak dipublikasikan).
- Ghozali, Imam, (2007), "*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*", Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Husnan, Suad, (2003), "*Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*", Yogyakarta: UPP AMP YKPN,.
- Indriantoro, S. dan Supomo, Bambang, (1999), "*Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*", Yogyakarta: BPFE.
- Jakarta Stock Exchange, ICMD (2007-2008), Jakarta.
- Jogiyanto, H.M., (2008), "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", Edisi kelima, Yogyakarta: BPFE.
- Kartini, (2001), "Analisis reaksi Pemegang Saham terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 6 Vol. 2.
- Mudzakir, (2004), "*Buku Pedoman Tugas Akhir Masa Studi Program Studi Manajemen Jenjang Strata 1 STIE YPPI*", edisi kedua (revisi), tidak dipublikasikan, STIE 'YPPI', Rembang.
- Nugroho, Riandru, (2006), "*Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham*", Skripsi Sarjana FE UII, Yogyakarta (tidak dipublikasi).
- Pronayuda, Teddi, (2006), "*Analisis Reaksi Pasar Terhadap Peristiwa Pengumuman Kabinet Indonesia Bersatu*", Skripsi Sarjana, FE UII, Yogyakarta. (tidak dipublikasikan).
- Ridwan, Sunjana dan Barlian, Inge, (2003), "*Manajemen Keuangan*", edisi kelima, Klaten: PT Intan Sejati Klaten.
- Simamora, Henry, (2000), "*Akuntansi Basis Pengambilan Keputusan Bisnis*", Jakarta: Salemba Empat.
- Soetrisno, (2003), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*", Yogyakarta: Ekonisia.
- Syabani, Adam, (2005), "*Analisis Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity (TVA Saham di Bursa Efek Jakarta)*", Skripsi Sarjana, FE UII, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).