

EFEK PENGUMUMAN PENURUNAN DAN KENAIKAN DIVIDEN TERHADAP REAKSI PASAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Darmawan

**UIN Sunan Gunung Djati, Bandung
darmawanmpa@windowslive.com**

Abstrak

Penelitian ini meneliti teori signaling tentang bagaimana pasar/ para investor menanggapi pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2008 – 2012. Secara umum tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah mengembangkan pendekatan-pendekatan teoritikal baru, sebagai upaya untuk menyelesaikan kontroversi konseptual mengenai dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Yang secara rinci, tujuan khususnya: Menganalisis dan menguji secara empirik reaksi pasar terhadap pengumuman pengurangan dividen dan kenaikan dividen; serta Menganalisis dan menguji secara empirik Variabel - variabel karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi reaksi pasar. Sampel adalah seluruh perusahaan yang mengumumkan kebijakan devidennya selama 5 tahun sebanyak 242 perusahaan dengan 729 peristiwa pengumuman. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada seluruh peristiwa pengumuman dividen ditemukan reaksi yang signifikan dari pasar. Pada pengumuman penurunan dividen 5 observasi yang signifikan dan 1 sesuai secara teoritis. Pada pengumuman kenaikan dividen terdapat 3 observasi yang signifikan dan sesuai dengan teori. Penelitian ini juga menunjukkan tidak ada satupun karakteristik perusahaan yang signifikan mampu menjelaskan reaksi pasar untuk seluruh pengumuman – pengumuman dividen.

Kata Kunci: Karakteristik Perusahaan, Kebijakan dividen, Reaksi Pasar.

PENDAHULUAN

Latar belakang masalah

Terdapat kecenderungan emiten di BEI mengurangi pembayaran dividen (Cuts dividend Policy). Di level korporasi, ada dua kebijakan dividen. Pertama, kebijakan dividen terkelola. Dividen per saham diupayakan tidak fluktuatif, malah kalau bisa naik perlahan. Ketika manajemen 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 korporasi semacam ini, pemegang saham umumnya tidak terlibat aktif dalam manajemen. Akibatnya mereka menggunakan dividen sebagai indikator prospek korporasi. Hal ini sesuai dengan Teori Information Content Hypothesis yang dikemukakan oleh Modigliani – Miller (dalam Sjahrial, 2010 : 313; Sartono, 2010 : 289-290) bahwa; Reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen daripada laba ditahan (preference effect). Tetapi karena semata bahwa investor percaya adanya information content pada kebijakan dividen. Menyadari hal ini, manajemen berusaha “meratakan” dividen per-saham (dividend smoothing). Mereka cenderung menghindari pemotongan dividen apalagi tidak membayar dividen. Di BEI, hanya sedikit emiten di LQ 45 yang menganut kebijakan ini. Misal, TLKM, UNTR, BBRI, UNSP. Atmaja mengatakan (Kontan, 2013).

Kedua, korporasi menganut kebijakan residual dividend di mana dividen tergantung pada tiga hal: kebutuhan investasi, laba bersih sebagai sumber dana internal dan struktur modal sasaran. Mayoritas emiten di BEI menganut kebijakan residual dividend yang memomorduakan dividen.

Walaupun dividen periode sekarang mengandung informasi prediktif tentang laba periode mendatang (Bandi, 2009: 165), teori signaling dividend mengasumsikan bahwa manajemen enggan untuk mengubah kebijakan dividennya (Manos, 2001:111), dan bahwa asimetri informasi ada antara manajer dan investor, yakni manajer memiliki informasi dalam perusahaan yang tidak ada pada investor. Menurut Amihud dan Li dalam Bandi (2009: 84), implikasi asumsi teori signaling dividend ini adalah kenaikan dividen akan menunjukkan prospek perusahaan yang baik atau kenaikan laba periode mendatang, oleh karena penggunaan dividen sebagai sinyal terhitung mahal.

Jadi, secara umum memang terdapat perdebatan mengenai bagai mana kebijakan dividen mempengaruhi harga saham atau nilai perusahaan. Pendapat pertama mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan, berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat kedua mengatakan bahwa dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan capital gain, sehingga disarankan untuk meningkatkan dividen. Sedangkan pendapat ke tiga mengatakan, bahwa dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi dari pada capital gain, sehingga lebih baik perusahaan menentukan dividen payout ratio yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Akhirnya untuk sementara harus dikatakan bahwa ketidakkonsistenan pendapat yang mempertanyakan kebijakan dividen, haruslah mendapatkan konfirmasi tersendiri. Hal ini bisa terjadi karena beberapa hal, seperti kekurangan informasi atau jenis, karakteristik maupun waktu penelitian. Atau setidaknya bisa disimpulkan bahwa dari pendapat – pendapat yang dipaparkan makin menguatkan pendapat yang telah dipaparkan sebelumnya mengenai setidaknya tiga pendapat tentang kebijakan dividen dalam perspektif teori signaling.

Beberapa peneliti reaksi pasar akibat dari pengumuman dividen dalam beberapa jurnal memiliki kecenderungan ketertarikan pada dividend initiations dan omissions saja. Hal ini bisa kita lihat contohnya pada penelitian Subkhan (2012: 27-35). Yang menarik adalah bagai mana sebenarnya kita bisa menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen. Sehingga Analisisnya tidak berhenti sampai dengan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen. Tetapi sedikit sekali yang tertarik untuk mengetahui karakteristik perusahaan yang menyebabkan reaksi pasar seperti itu (Ambarwati, 2005: 73-93). Didalam penelitian ini peneliti akan mengkhususkan kajian pada kebijakan penurunan dan kenaikan dividen pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia.

Identifikasi permasalahan

1. Bagaimana pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar?
2. Apakah reaksi pasar pada pengumuman dividen mendukung hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat?
3. Variabel karakteristik perusahaan apa sajakah yang mampu menjelaskan reaksi pasar pada pengumuman dividen?

Tujuan penelitian

1. Menganalisis dan menguji secara empirik pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar.
2. Menganalisis dan menguji secara empirik efisiensi pasar pada pengumuman dividen.
3. Menganalisis dan menguji secara empirik variabel karakteristik perusahaan yang mampu menjelaskan reaksi pasar pada pengumuman dividen.

METODE PENELITIAN

Lokasi, Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Adapun teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan purposive sampling yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu (Jogiyanto, 2010: 47-51). Kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini yaitu:

1. Perusahaan yang melakukan pengumuman kebijakan penurunan dividend yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 90 perusahaan pada periode 2008 – 2012;
2. Perusahaan yang melakukan pengumuman kebijakan kenaikan dividend naik yang terdaftar di BEI yaitu sebanyak 189 perusahaan pada periode 2008 – 2012;

Perusahaan yang mempunyai laporan keuangan tentang current assets, total asset, total hutang, total ekuitas, dividen per lembar, laba per lembar saham dan nilai buku per lembar saham pada periode pengamatan. Dengan total jumlah pengumuman yang diteliti selama 5 tahun adalah 729 peristiwa pengumuman.

Teknik Analisis Data

1. Prosedur Studi Peristiwa

Metodologi penelitian studi peristiwa konvensional mengikuti prosedur sebagai berikut: Mengidentifikasi bentuk, efek dan waktu peristiwa; Menentukan rentang waktu studi peristiwa termasuk periode estimasi dan periode peristiwa; Ditentukan metode penyesuaian return model pasar (*market model*) yang digunakan untuk menghitung return tak normal. Periode estimasi diperlukan bila perhitungan return tak normal menggunakan model statistic dan model ekonomika; Menghitung return tak normal disekitar periode peristiwa; Menghitung rata – rata tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa; 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.

2. 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.

3. Prosedur Analisis variabel Karakteristik Perusahaan

Tahap penelitian berikutnya adalah menguji hipotesis ke-3, yaitu menguji pengaruh variabel karakteristik khusus perusahaan terhadap abnormal return (sebagai ukuran reaksi pemegang saham). Subpenelitian ini adalah mencoba untuk menjelaskan penyebab reaksi pasar lebih lanjut (Tandelilin, 2010:236-239). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan model *cross section* (Juanda, 2012: 144).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis Kesatu

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*.

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*.

Untuk kepentingan pengujian reaksi pasar yang mendukung *signaling theory* dapat dilakukan dengan membandingkan t hitung dengan KSE-nya pada tabel 1 berikut:

Tabel 1. Return Tak Normal Terstandarisasi dan Uji T (Pengumuman Dividen)

No	PERIODE JENDELA	Pengumuman Dividen			
		<i>Dividend cuts</i>		<i>Increase of dividend</i>	
		t-hitung	Sig	t-hitung	Sig
		1,677		1,677	
1		0,467	Tdk Sig	1,138	tdk Sig
2		-1,463	Tdk Sig	0,979	tdk Sig
3		-0,542	Tdk Sig	-0,804	tdk Sig
4		-0,622	Tdk Sig	1,756	Sig
5		-0,834	Tdk Sig	0,968	tdk Sig
6		0,456	Tdk Sig	-0,588	tdk Sig
7		-0,174	Tdk Sig	0,853	tdk Sig
8		2,724	Sig	0,894	tdk Sig
9		-1,640	Tdk Sig	-4,696	tdk Sig
10		1,741	Sig	-0,597	tdk Sig
11		1,554	Tdk Sig	2,100	Sig
12		2,911	Sig	-2,976	tdk Sig
13		-0,084	Tdk Sig	6,566	Sig
14		-0,158	Tdk Sig	-1,247	tdk Sig
15		1,133	Tdk Sig	-0,082	tdk Sig
16		1,301	Tdk Sig	0,991	tdk Sig
17		-1,731	Sig	-0,701	tdk Sig
18		1,790	Sig	-0,505	tdk Sig
19		-0,536	Tdk Sig	0,626	tdk Sig
20		1,041	Tdk Sig	0,579	tdk Sig
21		-1,537	Tdk Sig	0,917	tdk Sig

Sumber: Pengolahan data

Pada pengumuman penurunan dividen diketahui bahwa observasi ke 3, 1, -1, -6 dan -7 terbukti signifikan. Pada pengumuman kenaikan dividen diketahui bahwa observasi ke -2, 0, dan 7 terbukti signifikan.

Pengujian Hipotesis Kedua

a. 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.

b. 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*.

Pengujian Hipotesis Ketiga

a. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang Mengumumkan Penurunan Dividen

Tabel 2. Koefisien Regresi $RTNK=f(\text{Karakteristik Perusahaan})$ Pengumuman Penurunan Dividen

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	,178	,150		1,190	,238
	DivYield	-,003	,004	-,107	-,919	,361
	Size	-,005	,006	-,123	-,823	,413
	Inst	-,112	,103	-,136	-1,092	,278
	Beta	,013	,032	,055	,411	,682
	MBVE	-3,335	3,042	-,147	-1,096	,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 < α (0,05) maka dikatakan model tidak signifikan.

b. Analisa Karakteristik Perusahaan Yang Mengumumkan Kenaikan Dividen

Tabel 3. Koefisien Regresi $RTNK=f(\text{Karakteristik Perusahaan})$ pada Pengumuman Kenaikan Dividen

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	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.

PEMBAHASAN

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 (1978: 272-284), bahwa reaksi pasar terhadap harga saham pada perubahan dividen dikarenakan ketaksesuaian harapan yang tak terantisipasi 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 Blasiak (1968: 1132-1161) cara pandang terhadap *bad news* atau *good news* haruslah dipandang dari sudut ekspektasi pasar.

Dalam penelitian 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 efisien secara keputusan. Temuan ini mendukung teori *dividend policy* oleh Merton Miller dan Franco Modigliani, terutama secara meyakinkan pada pengumuman penurunan dividen.

Perihal karakteristik perusahaan yang mempengaruhi reaksi pasar pada pengumuman dividen, ditemukan bahwa dari semua karakteristik yang dimodelkan dalam penelitian ini tidak ada satupun yang signifikan berpengaruh. 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 ditujukan 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 biasanya hasil penelitian karena kesalahan pengambilan karakteristik perusahaan yang dianggap penting dan metodenya tidak tepat seperti yang telah diindikasikan Yi Liu (2008).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa data jenis perusahaan yang menurunkan atau menaikkan dividen tidak bisa langsung diteliti efisiensi keputusan pasarnya sebagaimana yang telah dilakukan dalam penelitian 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 (2009), untuk analisa pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pengumuman dividenpun pengolahan data menunjukkan adanya kecenderungan 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.

Reaksi yang diberikan oleh pasar pada setiap kebijakan yang dikeluarkan oleh emiten tentu harus diapresiasi oleh manajemen. Penelitian 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 penelitian ini ditunjukkan bahwa pasar bereaksi tidak semata-mata pada turun-naiknya. 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.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa memandang kebijakan dividen sebagai kebijakan yang berdiri sendiri akan sangat berbahaya bagi para investor yang mengharapkan dividen yield dan capital gain. Penelitian 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 penelitian 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 kemungkinan – kemungkinan lain variabel yang bersentuhan. 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 penelitian 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.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

- a. Semua pengumuman dividen baik itu pengumuman kebijakan penurunan dividen maupun pengumuman kebijakan kenaikan dividen direaksi oleh pasar yang tercermin dalam bentuk return tak normal terbukti secara signifikan bahwa dividen mengandung informasi.
- b. Reaksi pasar pada pengumuman penurunan dividen, bertolak belakang dengan prediksi teori signaling. Jadi tidak dibagikannya dividen ini malah memberikan berita baik bagi investor. Pada pengumuman kenaikan dividen, pasar modal tidak sesuai dengan hipotesis efisiensi pasar setengah kuat dari aspek kecepatan untuk mereaksi. Hal ini menunjukkan pasar tidak efisien dan menunjukkan persepsi yang beragam. Sehingga berdasarkan

analisa terhadap pengumuman dividen ini bisa disimpulkan bahwa di Bursa efek Indonesia tidak mendukung hipotesis bentuk pasar setengah kuat.

- c. Pada pengumuman kenaikan dan penurunan dividen terbukti tidak ada satupun karakteristik perusahaan yang mampu menjelaskan reaksi pasar.

Saran

- a. Berdasarkan temuan pada tak sesuainya secara keputusan pengaruh pengumuman penurunan dividen terhadap reaksi pasar, maka pada penelitian selanjutnya perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen haruslah dipisahkan terlebih dahulu berdasarkan rasio – rasio investasi (ROA) dan keuntungan perusahaan (NPM). Sehingga hasil penelitian bisa menjadi lebih jelas dan tidak mengandung bias.
- b. Bagi peneliti selanjutnya, yang berminat melakukan penelitian lanjutan dalam upaya memahami reaksi pasar pada pengumuman dividen dapat memasukkan rasio-rasio kinerja keuangan perusahaan. Penting juga untuk melakukan penelitian terhadap reaksi pasar pada pengumuman dividen interim, karena pengumuman ini bisa lebih mudah memilah peristiwa pengganggu (confounding events) yang mungkin bersamaan pada RUPS seperti halnya penggantian direksi, pengumuman laba dll. Tentu saja konteksnya bukan lagi persoalan naik dan turunnya dividen, tetapi lebih pada kandungan informasi lain dalam kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Andres, Christian at., al. (2009). Dividend Announcements, Market Expectation and Corporate Governance. *University of Bonn, Department of Economics – BWL1, Germany.*
- Atmaja, Lukas Setia, (2013). *Dividen: Emang Gua Pikirin*. Kontan Online. 4 Februari 2013 (22:04)
- Bandi, (2009). *Kualitas Laba dalam Perspektif Akrua - Arus Kas dan Pensinyalan*. Disertasi. Prodi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Eugene F. Fama and Harvey Babiak. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63, No. 324
- 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
- Jogiyanto, (2010). *Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Badan Penerbit BPFE Yogyakarta.
- Juanda, Bambang dan Junaidi, (2012). *Ekonomi Deret Waktu, Teori dan Aplikasi*. IPB Press
- 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.
- 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.
- Miller, Merton H dan Modigliani, Franco, (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, vol 34, No. 4 (Okt., 1961), 411-433.
- Sartono, Agus, (2010). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi, edisi keempat*. BPFE UGM Yogyakarta.
- Sjahrial, Dermawan, (2010). *Manajemen Keuangan, edisi keempat*. Mitra Wacana Media.

- 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.
- Tandelilin, Eduardus, (2010). *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Penerbit Kanisius.
- Yi Liu at., al. (2008). Underreaction to Dividend Reductions and Omissions? *The Journal Of Finance*. Vol. Lxiii, No. 2. April 2008.