

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. LATAR BELAKANG MASALAH

Tujuan investor membeli saham adalah untuk mendapatkan *capital gains* dan dividen (Husnan, 1982). *Capital gains* merupakan pendapatan yang diperoleh pada saat menjual suatu saham yang berupa selisih antar harga jual dan harga beli saham tersebut. Sedang deviden merupakan pendapatan yang diterima sebagai imbalan karena memiliki saham sampai pada saat pembayaran dividen.

Bagi investor dividen merupakan salah satu informasi *signaling* yang mampu memberikan berbagai sinyal tentang prospek perusahaan. Hal ini disebabkan adanya *information-asymmetry* yaitu manajer mengetahui lebih dalam tentang kinerja dan prospek perusahaan di masa mendatang dibanding investor. Menurut Dewenter & Warther (1998) menyatakan bahwa dividen dapat mengungkapkan beberapa informasi ke pasar sehingga perubahan pembayaran dividen membantu untuk mengurangi *information-asymmetry*.

Husnan (1982) menyatakan bahwa, dalam dunia usaha, investor memperhatikan perubahan pembayaran dividen dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, karena dividen mengandung informasi yang dapat merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang dan sebagai konsekuensinya harga saham akan mengalami penyesuaian pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Sesuai dengan hal tersebut, kenaikan dividen akan

ditafsirkan sebagai tanda yang optimis dari manajemen sehubungan dengan keuntungan perusahaan (yang diharapkan) di masa yang akan datang. Sebaliknya, penurunan dividen ditafsirkan penurunan keuntungan dimasa yang akan datang. Investor juga percaya bahwa perusahaan yang membayar dividen per lembar saham tinggi mempunyai nilai yang lebih tinggi, sehingga kenaikan pembayaran dividen yang tidak diduga merupakan isyarat yang sangat menggembirakan.

Ditinjau dari sudut perusahaan, kebijakan pembagian dividen kepada pemegang saham merupakan hasil pertimbangan yang tidak mudah karena: 1) dividen yang relatif kecil merupakan penyisihan laba ditahan yang relatif besar untuk memperkuat posisi perusahaan, dan 2) jika dividen tidak dibagikan, investasi saham dapat menjadi tidak menarik lagi khususnya bagi investor jangka panjang. Oleh karena itu, kebijakan pembagian dividen menetapkan besar keuntungan yang dibagikan sebagai dividen dan besar laba yang ditahan.

Ada tidaknya kandungan informasi dari pengumuman dividen dapat diuji dengan studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Pengumuman dividen mengandung informasi jika pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi terhadap pengumuman ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas dari perusahaan yang bersangkutan. Untuk mengukur reaksi pasar dalam bentuk perubahan harga digunakan *abnormal return*.

Abnormal return merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* ekspektasi (*expected return*). Ada beberapa model yang bisa digunakan untuk mengestimasi *return* ekspektasi yaitu: *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model* (Hartono, 2000). Pengumuman perubahan pembayaran dividen dikatakan memiliki kandungan informasi apabila memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya dikatakan tidak mengandung informasi jika tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen telah banyak dilakukan, namun begitu hasilnya tidak konsisten. Aharony dan Swary (1980) mengamati apakah pengumuman dividen memberikan informasi lebih diluar yang terkandung dalam pengumuman *earning*. Riset yang dilakukan menggunakan model ekspektasi dividen sederhana (*naïve model*) dan model ekspektasi Lintner yang dikembangkan. Dalam penelitiannya, sampel yang mengandung pengumuman laba di sekitar 10 hari pengumuman dividen tidak digunakan. Hal ini dilakukan untuk melihat dampak murni pengumuman dividen tanpa pengaruh dampak pengumuman laba. Sampel penelitiannya adalah dividen kuartalan yang meliputi 194 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976. Dengan menggunakan index pasar S & P, penelitian menghitung *abnormal return* selama 10 hari di sekitar tanggal pengumuman dividen. Tujuan dari penelitian tersebut yaitu untuk menguji hipotesis *information content* dan efisiensi pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tetap menghasilkan *return* yang relatif tetap baik dalam *contemporaneous* maupun *noncontemporaneous announcement*. Sementara

pengumuman kenaikan dividen memberikan *return* positif dan penurunan dividen memberikan *return* negatif dan keduanya signifikan. Mereka menemukan bahwa pasar bereaksi dalam interval waktu 2 hari saja, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari sesudah pengumuman. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini, karena pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perubahan kebijakan pembayaran dividen tunai kuartalan yang diumumkan terpisah dari pengumuman *earning* memberikan informasi yang bermanfaat melebihi informasi yang diberikan oleh pengumuman *earning* kuartalan pada periode yang sama.

Soetjipto (1996) melakukan pengujian kandungan informasi dividen pada tahun 1995 dengan sampel 40 perusahaan yang ada di BEJ dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham di sekitar pengumuman dividen. Model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di seputar pengumuman dividen.

Suparmono (2000) melakukan pengujian terhadap kandungan informasi dividen periode 1991-1998 di BEJ dengan sampel 182 dividen naik dan 158 dividen turun dengan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan

untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman dividen. Dalam penelitiannya model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi (OLS). Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengumuman dividen berpengaruh yang signifikan secara positif terhadap *abnormal return* di seputar pengumuman dividen baik dividen naik maupun dividen turun.

Kartini (2001) meneliti mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen di BEJ dengan sampel 25 dividen yang naik dan 25 dividen yang turun, dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan menguji reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen dan menguji pengaruh besarnya perubahan dividen yang dibayar dan ukuran perusahaan terhadap *abnormal return*. Model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang sudah dikoreksi dengan metode koreksi Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag*. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang menyatakan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang naik maupun dividen yang turun. Hasil penelitian juga menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan (*size*) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap besarnya *abnormal return*.

Fellanni (2004) meneliti mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman dividen di BEJ periode 2000-2001 dengan sampel 15 dividen naik dan 14 dividen turun dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini menggunakan *event* periode dengan window 10 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), 1 hari pada saat peristiwa (*event-day*), dan 10 hari sesudah peristiwa (*past-event*), dengan sampel perusahaan manufaktur. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman dividen dan untuk mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman. Dalam penelitiannya model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* di seputar pengumuman dividen baik dividen naik maupun dividen turun dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman .

Dari beberapa bukti empiris, terlihat bahwa kebanyakan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi (OLS), kecuali Kartini (2001). Menurut Hartono (2000) bahwa estimasi beta dengan menggunakan model estimasi OLS pada dasarnya mengandung kelemahan karena bisa menimbulkan beta yang bias sehingga hasilnya juga kemungkinan akan bias. Ariff & Johnson (1990) seperti yang dikutip dalam Hartono & Suriyanto (1999) menyatakan bahwa permasalahan beta yang bias banyak terjadi pada estimasi beta saham-saham

di pasar modal yang tipis. Hartono (2000) mengatakan bahwa Bursa Efek Jakarta termasuk pasar modal yang tipis atau *thin market*. Hasil penelitian Hartono & Suriyanto (1999) di BEJ menyebutkan bahwa beta di Bursa Efek Jakarta merupakan beta yang perlu dikoreksi. Disamping itu mereka menemukan bahwa metode koreksi Fowler & Rorke dengan empat *lead* dan empat *lag* merupakan metode koreksi bias beta yang paling efisien yang ditunjukkan oleh nilai rata-rata seluruh beta (beta pasar) yang paling mendekati nilai satu.

Sehubungan dengan hal tersebut di atas, peneliti terdorong untuk meneliti kembali mengenai kandungan informasi dividen dikarenakan bukti empiris yang masih tidak konsisten. Seperti Kartini (2001), Peneliti menggunakan model ekspektasi beta yang sudah dikoreksi dengan model Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag* untuk pasar modal tipis di BEJ. Berbeda dengan Kartini (2001), penelitian ini menggunakan data tahun 2002-2003. Penelitian ini juga menambahkan jumlah sampel yang merupakan saran dari Kartini (2001) dikarenakan jumlah sampel yang sedikit bisa menimbulkan beberapa masalah dalam kecukupan statistik, sehingga penelitian ini diberi judul: **“ PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PEMBAYARAN DIVIDEN TERHADAP REAKSI PEMEGANG SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA Periode 2002-2003 “**.

Sebelum masuk pada perumusan masalah terlebih dahulu penulis menjelaskan bahwa penelitian yang berkaitan dengan pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman dividen biasanya dikaitkan juga dengan pengujian pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap besar kecilnya reaksi pasar (*abnormal return*) sebagai

proksi bagi kandungan informasi. Dalam penelitian ini, variabel spesifik perusahaan dibatasi atas besarnya perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan. Hal ini disebabkan karena besarnya perubahan pembayaran dividen telah diteliti sebagai penyebab munculnya *abnormal return*. Ghosh & Woolridge (1988) menggunakan variabel besarnya perubahan dividen sebagai proxy bagi kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri dengan asumsi semakin besar perubahan dividen semakin besar pula kandungan informasi yang diterima investor. Reaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diduga juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Menurut Ghosh & Woolridge (1988) seperti yang dikutip Kartini (2001), perusahaan kecil biasanya lebih sedikit mengeluarkan informasi dari pada perusahaan besar, akibatnya informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil lebih menarik investor yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham. Eddy & Seifert (1988) mendapatkan bukti bahwa reaksi pengumuman pembayaran kenaikan dividen lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar, sebab informasi-informasi yang ada di pasar tentang perusahaan-perusahaan kecil sangat terbatas, sehingga pengumuman yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil menimbulkan reaksi yang besar.

1.2. PERUMUSAN MASALAH

Permasalahan utama dalam penelitian ini adalah kandungan informasi dividen dari pengumuman dividen. Pokok bahasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen?
2. Apakah pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen?
3. Apakah variabel spesifik perusahaan (besarnya perubahan dividen dan ukuran perusahaan) berpengaruh terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen?

1.3. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah

1. Untuk menguji reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen
2. Untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan (besarnya perubahan dividen yang dibayarkan, dan ukuran perusahaan) terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

1.4. MANFAAT PENELITIAN

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Memberikan bukti empiris mengenai kandungan informasi dividen.
2. Memberikan sumbangan pemikiran mengenai dampak pengumuman dividen terhadap *return* saham dan aktivitas perdagangan di pasar modal Indonesia.
3. Memberikan bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan dividen perusahaan.

1.5 SISTEMATIKA PEMBAHASAN

BAB I : PENDAHULUAN

Berisi uraian tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

BAB II : LANDASAN TEORI

Memuat landasan teori yang terdiri dari *dividend signaling theory*, kebijakan dividen dan kemakmuran pemegang saham, *abnormal return*, bias beta dan metode bias beta, penelitian terdahulu, dan formulasi hipotesis.

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

Berisi tentang desain penelitian, populasi dan sampel, penentuan periode pengamatan dan periode estimasi, pengujian *abnormal return* dan pengujian variabel spesifik perusahaan.

BAB IV : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Berisi tentang proses analisis data yang berhubungan dengan pengujian hipotesis-hipotesis penelitian, dan pembahasan hasil analisis data

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Berisi tentang kesimpulan dari hasil penelitian dan saran-saran sebagai masukan dari penulis kepada para peneliti selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Dividend Signaling Theory

Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen sebagai sebuah sinyal. Dalam penelitian ini penulis mendasarkan pada *dividend signaling theory*, karena teori ini relevan untuk dijadikan kerangka teori dalam penelitian kandungan informasi dividen. *Dividend signaling theory* merupakan teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi yang penting yang mampu mempengaruhi *return* saham (Battacharya, 1979). Teori ini menyatakan bahwa dividen membawa sinyal yang berarti, yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham.

Banyak bukti empiris yang menunjukkan bahwa kenaikan dividen sering diikuti dengan kenaikan harga saham dan penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Modigliani & Miller (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen diatas normal merupakan sinyal bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu mendatang.

Bhattacharya (1979) dan Miller & Rock (1985), mengembangkan *dividend signaling theory* untuk meneliti penyebab perusahaan menggunakan dividen untuk memberi sinyal kepada pasar mengenai kinerja dan prospek perusahaan saat ini dan di masa mendatang, walaupun perusahaan dengan kondisi rugi. Penelitiannya menemukan bahwa investor percaya, jika perusahaan yang membayar dividen per lembar saham tinggi, perusahaan mempunyai nilai yang lebih tinggi. Oleh karena itu kenaikan dividen yang tidak diduga merupakan sinyal yang sangat baik.

Terdapat dua asumsi yang mendasari *dividend signaling theory*. Pertama, manajemen merasa enggan untuk merubah kebijakannya. Karena itu, apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen dirasakan oleh investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek bagus di masa mendatang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki oleh investor dan manajemen adalah berbeda. Manajer memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena seperti ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* di antara manajer dan investor.

Ross(1977) menunjukkan bahwa manajer perusahaan sebagai pihak yang memiliki informasi yang lebih mendalam mengenai kondisi intern perusahaan sering menggunakan dividen sebagai sinyal untuk menunjukkan pada pasar mengenai nilai dan prospek perusahaan di masa mendatang. Selanjutnya Ross (1977) menyatakan ada empat syarat penting yang perlu diperhatikan dalam optimalisasi kebijakan dividen sebagai sinyal yaitu: 1) Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk, 2) sinyal dari

suatu perusahaan yang sukses tidak mudah untuk diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses, 3) sinyal itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya dividen yang tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa mendatang), 4) Tidak ada cara menekan biaya yang relative lebih efektif untuk mengirimkan sinyal yang sama.

2.2. Kebijakan Dividen dan Kemakmuran Pemegang Saham

Ada dua alternatif penting dalam keputusan manajemen untuk menentukan pembagian laba, yaitu: apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana untuk investasi kembali perusahaan, sedangkan dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka total sumber dana intern akan berkurang. Sebaliknya apabila perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern semakin besar. Kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen perusahaan. Weston & Copeland (1997) memberikan beberapa pertimbangan bagi perusahaan dalam melakukan kebijakan dividen yaitu:

1. Adanya undang-undang tentang kebijakan dividen.

Undang-undang tentang kebijakan dividen secara umum memberikan ketentuan yang mengatur bahwa pembayaran dividen harus dibayar dari laba, baik laba yang berjalan maupun laba tahun lalu yang ada pada pos laba ditahan di neraca. Hal

penting lainnya adalah adanya larangan pembagian dividen dengan mengurangi modal. Larangan ini merupakan isyarat untuk melindungi kepentingan pemberi modal.

2. Likuiditas perusahaan.

Posisi likuiditas perusahaan sangat mempengaruhi kebijakan dividen. Perusahaan yang sedang mengalami kesulitan likuiditas tidak dapat membayar dividen secara tunai. Perusahaan yang sedang mengalami kepailitan tidak mungkin akan membagikan dividen. Demikian pula perusahaan yang baru melakukan ekspansi kemungkinan besar memiliki tingkat likuiditas yang rendah sehingga tidak akan membagikan dividen.

3. Kebutuhan untuk pelunasan hutang.

Kebijakan dividen terkait dengan masalah pelunasan hutang perusahaan. Apabila manajemen memutuskan untuk melunasi hutang yang jatuh tempo maka perusahaan perlu menahan laba, sehingga perusahaan tidak akan membagikan dividen bagi pemegang saham.

4. Pembatasan dalam perjanjian hutang

Dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah perjanjian hutang (jadi dividen tidak dapat dibayar dari laba tahun-tahun lalu). Dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada dibawah suatu jumlah yang telah ditentukan.

5. Tingkat ekspansi aktiva.

Posisi perusahaan yang mengalami pertumbuhan akan semakin membutuhkan dana yang semakin besar untuk membiayai ekspansi aktiva. Apabila kebutuhan dana di masa mendatang semakin besar maka perusahaan akan melakukan penahanan laba daripada membayarkannya sebagai dividen. Alternatif lain apabila perusahaan ingin mencari sumber pendanaan lain untuk ekspansi adalah dari pemegang saham saat ini.

6. Tingkat Laba

Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas laba.

Stabilitas laba perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya pembayaran dividen kepada pemegang saham. Perusahaan yang stabil dan mampu memprediksi adanya laba di tahun-tahun mendatang, berani mengumumkan tingkat dividen yang tinggi ataupun stabil. Hal ini disebabkan perusahaan tersebut mempunyai tingkat kepastian yang tinggi dalam perolehan laba yang besar. Dengan demikian perusahaan tersebut mempunyai tingkat persentase yang tinggi dan membagikan laba jika dibandingkan dengan perusahaan yang labanya berfluktuasi. Hal ini disebabkan perusahaan yang tidak stabil dalam perolehan laba mempunyai kecenderungan untuk menahan laba dalam jumlah yang tinggi daripada membayarkannya sebagai dividen.

8. Akses ke pasar modal.

Sebuah perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik mempunyai akses yang mudah ke pasar modal. Perusahaan yang sudah mapan cenderung memberikan tingkat dividen yang tinggi daripada perusahaan yang baru berdiri.

9. Kendali perusahaan.

Kendali perusahaan dapat dipengaruhi oleh sumber-sumber pembiayaan alternatif lain. Sumber pembiayaan yang berasal dari hutang mempunyai resiko naik turunnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Pembiayaan dengan mengeluarkan saham baru dapat mengurangi kelompok dominan dalam perusahaan tersebut. Dengan mengetahui konsekuensi penggunaan sumber-sumber tersebut maka perusahaan sering memilih menggunakan sumber internal sebagai sumber pembiayaan dalam investasi. Akibatnya penggunaan dana internal tersebut perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah.

10. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak.

Posisi pemegang saham sebagai pemilik perusahaan mempengaruhi kebijakan pembagian dividen. Dalam perusahaan besar sering terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi dan pemegang saham dengan pajak yang rendah. Golongan pemegang saham yang terkena tarif pajak yang rendah menginginkan pembayaran dividen yang tinggi, sementara golongan pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi menginginkan pembayaran dividen yang rendah. Dengan adanya konflik semacam ini perusahaan dapat

menjalankan kebijakan dividen dengan cara kompromi antara kedua golongan tersebut.

11. Pajak atas laba yang diakumulasikan secara salah

Untuk mencegah pemegang saham hanya menggunakan perusahaan yang dapat digunakan untuk menghindari tarif penghasilan yang tinggi, peraturan perpajakan perusahaan menentukan suatu pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang diakumulasikan secara tidak benar.

Modigliani & Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada kemakmuran pemegang saham, dengan asumsi bahwa investor maupun manajemen memiliki informasi yang sama mengenai berbagai kesempatan investasi, sehingga baik investor maupun manajemen memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan dan kebijakan dividen atau kebijakan distribusi pendapatan di masa mendatang. Dalam kenyataannya manajemen cenderung memiliki informasi yang lebih baik mengenai prospek perusahaan dibanding investor, akibatnya investor menilai bahwa *capital gains* lebih beresiko dibanding dividen dalam bentuk kas.

Dalam kenyataan sering terjadi bahwa pembayaran dividen akan diikuti dengan kenaikan harga saham dan penurunan dividen diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gains*. Modigliani & Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) menyatakan bahwa perusahaan cenderung enggan untuk menurunkan tingkat pembayaran dividen. Perusahaan hanya akan meningkatkan pembayaran dividen

apabila prospek keuntungan di masa mendatang lebih baik. Lebih lanjut Modigliani & Miller (1961), Brigham (1995) menyatakan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan *capital gains*. Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti pengumuman perubahan pembayaran dividen semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman pembayaran dividen.

Asquith & Mullins (1983) memperoleh bukti adanya *excess return* yang positif dan cukup kuat. *Excess return* yang positif berhubungan dengan besarnya jumlah dividen awal yang dibayarkan. Sehubungan dengan hal tersebut maka peningkatan dividen yang dibayarkan untuk periode selanjutnya akan memberikan pengaruh yang positif yang besar pada kemakmuran pemegang saham.

Menurut Asquith & Mullins (1983) adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan oleh adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan di masa mendatang. Hal ini sesuai dengan bukti empiris pada penelitian sebelumnya mengenai kebijakan pembayaran dividen yang dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) dengan model *asymmetry information* mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen karena dividen dianggap sebagai *transmitter of information* dan memberikan sinyal kinerja perusahaan saat ini dan prospeknya di masa mendatang. Bukti yang sama juga dikemukakan oleh Miller & Rock (1982) yang menyatakan bahwa adanya *asymmetry information* antara investor dan manajemen karena

perubahan pembayaran dividen akan berdampak pada reaksi harga saham di pasar. Miller & Rock (1982) juga mengemukakan bahwa dividen yang tidak diantisipasi (*unanticipated dividend*) memberikan sinyal perubahan *earning* dan *cash flow*. Perusahaan membayarkan dividen untuk menyampaikan informasi kepada investor, dengan biaya yang lebih murah dan kredibel.

Dari beberapa bukti empiris di atas terlihat bahwa perilaku naik turunnya harga saham di pasar modal banyak dipengaruhi oleh harapan investor terhadap pendapatan perusahaan di masa mendatang dengan melihat potensi pendapatan saat ini.

2.3 Abnormal Return

Ada tidaknya kandungan informasi pada pengumuman dividen dapat dilihat dari adanya *abnormal return*. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor, sehingga dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan oleh investor (*expected return*).

Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengukur *abnormal return*, yaitu: (Hartono, 2000)

1. Model disesuaikan rata-rata (*Mean Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi.

Menggunakan model ini, *return* ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian *return* realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi; periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk data harian dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

2. Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan, yaitu; (1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* suatu ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*)

3. Model disesuaikan Pasar (*Market-Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk estimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* index pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* index pasar.

2.4 Bias Beta dan Metode Bias Beta

Hartono (2000) mengemukakan bahwa estimasi beta dengan menggunakan model estimasi OLS pada dasarnya mengandung kelemahan karena bisa menimbulkan beta yang bias. Arif & Johnson (1990) seperti yang dikutip Hartono &

Surianto (1999) menyatakan bahwa permasalahan beta yang bias banyak terjadi pada estimasi beta saham-saham di pasar modal yang tipis. Fenomena pasar yang tipis biasanya identik dengan munculnya perdagangan yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*) yang disebabkan oleh perdagangan saham yang jarang terjadi (Hartono, 2000).

Perdagangan yang tidak sinkron biasanya terjadi di pasar modal yang sedang berkembang. Fenomena ini juga terjadi pada pasar modal Indonesia, yaitu di Bursa Efek Jakarta (Hartono, 2000).

Kondisi perdagangan yang jarang terjadi selanjutnya akan memunculkan permasalahan *non-synchronous trading* dalam pengestimasian beta. Menurut Ariff & Johson (1990), permasalahan *non-synchronous trading* terjadi ketika indeks pasar pada waktu t , disusun dari harga penutupan (*closing price*) saham yang tidak sinkron pada saat t tersebut. Semakin besar tingkat ketipisan suatu pasar (*the degree of thinly market*), semakin besar tingkat bias yang muncul (Dimson, 1979; Dimson & Marsh, 1983; dan Ariff & Johson, 1990 seperti yang dikutip dalam Hartono, 2000).

Beberapa metode dapat digunakan untuk mengkoreksi bias yang terjadi untuk beta sekuritas akibat perdagangan tidak sinkron. Metode-metode ini diantaranya adalah (Hartono, 2000)

1. Metode Koreksi Scholes dan William

Fenomena pasar tipis (*thin market*) yang menimbulkan permasalahan bias beta sebagai akibat *non-synchronous trading* dan *thin trading* mendorong dikembangkannya berbagai metode untuk mengoreksi dan meminimalkan

bias beta. Scholes & William (1977) mengemukakan suatu model koreksi beta dengan cara melakukan beberapa kali regresi untuk mendapatkan beta dengan beberapa *lead* dan *lag*. Rumus untuk menghitung beta koreksi Scholes & William adalah sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{\beta_i^{-n} + \dots + \beta_i^{-2} + \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + \beta_i^{+1} + \beta_i^{+2} + \dots + \beta_i^{+n}}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + \dots + 2\rho_n}$$

Dimana, β_i adalah beta saham i , β_i^{-n} menunjukkan beta *lag* n , β_i^0 adalah beta saham i yang dihitung dengan regresi OLS, β_i^{+n} menunjukkan beta *lead* n , serta ρ menunjukkan *first serial correlation coefficient* antara r_{mt} dan r_{mt-1} . dalam hal ini r_{mt} dihitung dari rata-rata *return* seluruh saham.

2. Metode Koreksi Dimson

Dimson (1979), mengemukakan sebuah metode lain untuk mengoreksi bias beta, yang lebih dikenal sebagai metode *Aggregate Coefficient Model (ACM)*, Karena beta yang dihasilkan dari metode ini merupakan penjumlahan dari koefisien-koefisien beta dari persamaan regresi berganda untuk n jumlah periode *lag* dan *lead* yang digunakan. Rumus yang dipakai untuk mengoreksi bias beta saham i dalam metode Dimson dengan n -*lag* dan n -*lead*, adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i^{-n} R_{mt-n} + \dots + \beta_i^{-1} R_{mt-1} + \beta_i^0 R_{mt} + \beta_i^{+1} R_{mt+1} + \dots + \beta_i^{+n} R_{mt+n} + e_{it}$$

Beta saham yang telah dikoreksi berdasarkan metode Dimson merupakan penjumlahan dari koefisien-koefisien beta dalam regresi berganda diatas, atau bisa ditulis dalam persamaan seperti berikut ini:

$$\beta_i = \beta_i^{-n} + \dots + \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + \beta_i^{+1} + \dots + \beta_i^{+n}$$

3. Metode Koreksi Fowler dan Rorke

Fowler & Rorke (1983), juga menggunakan metode koreksi bias beta yang merupakan pengembangan dan sekaligus koreksi atas metode koreksi bias beta yang dikemukakan oleh Dimson (1979). Penjumlahan koefisien-koefisien regresi untuk mengoreksi bias beta tanpa mengalikan terlebih dahulu dengan bobot masing-masing (seperti yang digunakan dalam metode Dimson), tetap akan menghasilkan bias beta. Oleh karena itu, perhitungan beta saham yang telah dikoreksi dengan metode dikoreksi dengan metode Fowler & Rorke merupakan penjumlahan dari hasil perkalian antara sebuah koefisien regresi dengan bobotnya masing-masing.

Rumus untuk menghitung beta dalam metode Fowler & Rorke , misalnya untuk empat lead dan empat lag, adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i^{-4}R_{mt-4} + \beta_i^{-3}R_{mt-3} + \beta_i^{-2}R_{mt-2} + \beta_i^{-1}R_{mt-1} + \beta_i^0R_{mt} + \beta_i^{+1}R_{mt+1} + \beta_i^{+2}R_{mt+2} + \beta_i^{+3}R_{mt+3} + \beta_i^{+4}R_{mt+4} + e_{it}$$

$$\beta_i = w_4\beta_i^{-4} + w_3\beta_i^{-3} + w_2\beta_i^{-2} + w_1\beta_i^{-1} + \beta_i^0 + w_1\beta_i^{+1} + w_2\beta_i^{+2} + w_3\beta_i^{+3} + w_4\beta_i^{+4}$$

Sedangkan bobot yang digunakan untuk mengalihkan koefisien-koefisien regresi sebanyak n-periode dari rumus sebagai berikut:

$$W1 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W2 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W3 = \frac{1 + 2\rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W4 = \frac{1 + \rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

Besarnya $\rho_1, \rho_2, \rho_3, \rho_4$, bisa diperoleh dari persamaan regresi sebagai berikut:

$$R_{mt} = \alpha_i + \rho_1 R_{mt-1} + \rho_2 R_{mt-2} + \rho_3 R_{mt-3} + \rho_4 R_{mt-4} + e_t$$

Pengembangan berbagai metode koreksi bias beta seperti yang pernah dikemukakan tersebut, selanjutnya mendorong penelitian untuk membuktikan metode koreksi bias beta manakah yang merupakan metode koreksi terbaik diantara berbagai metode koreksi bias beta yang ada. Penelitian yang dilakukan oleh Ariff & Johnson (1990), di pasar modal singapura, mencoba untuk membandingkan metode estimasi beta dengan regresi OLS dengan ketiga metode koreksi Scholes & William (1977), Dimson (1979), dan Fowler & Rorke (1983). Penelitian dibagi dalam tiga sub periode pengamatan dari tahun 1975-1988, dengan menggunakan data bulanan. Hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa metode yang paling efisien untuk mengoreksi

bias beta saham adalah metode koreksi Fowler & Rorke dengan tiga *lead* dan tiga *lag*, yang ditunjukkan oleh nilai rata-rata seluruh beta saham (beta pasar) yang paling mendekati nilai 1,0.

Penelitian yang sama juga pernah dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) oleh Hartono dan Suriyanto (1999) dengan menggunakan data *return* harian dari 77 saham yang terdaftar di BEJ dari tanggal 22 Mei 1995 sampai dengan tanggal 31 Mei 1997. Hasil penelitian menunjukkan bahwa metode koreksi bias beta yang paling efisien di BEJ adalah metode Fowler & Rorke empat *lead* dan empat *lag*. Hal ini ditunjukkan oleh nilai rata-rata beta saham yang paling mendekati nilai satu, yaitu sebesar 1,009. temuan yang lain dari penelitian Hartono & Suriyanto (1999) adalah bahwa penormalan distribusi return saham sebelum dikoreksi dengan metode koreksi bias beta akan membantu mempercepat periode koreksi bias beta, yaitu yang membutuhkan satu *lead* dan satu *lag* saja.

2.5 Penelitian terdahulu.

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen telah banyak dilakukan, namun begitu hasilnya tidak konsisten. Aharony dan Swary (1980) mengamati apakah pengumuman dividen memberikan informasi lebih diluar yang terkandung dalam pengumuman *earning*. Riset yang dilakukan menggunakan model ekspektasi dividen sederhana (*naive model*) dan model ekspektasi Lintner yang dikembangkan. Dalam penelitiannya, sampel yang mengandung pengumuman laba di sekitar 10 hari

pengumuman dividen tidak digunakan. Hal ini dilakukan untuk melihat dampak murni pengumuman dividen tanpa pengaruh dampak pengumuman laba. Sampel penelitiannya adalah dividen kuartalan yang meliputi 194 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976. Dengan menggunakan index pasar S & P, penelitian menghitung *abnormal return* selama 10 hari di sekitar tanggal pengumuman dividen. Tujuan dari penelitian tersebut yaitu untuk menguji hipotesis *information content* dan efisiensi pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tetap menghasilkan *return* yang relatif tetap baik dalam *contemporaneous* maupun *noncontemporaneous announcement*. Sementara pengumuman kenaikan dividen memberikan *return* positif dan penurunan dividen memberikan *return* negatif dan keduanya signifikan. Mereka menemukan bahwa pasar bereaksi dalam interval waktu 2 hari saja, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari sesudah pengumuman. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini, karena pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perubahan kebijakan pembayaran dividen tunai kuartalan yang diumumkan terpisah dari pengumuman *earning* memberikan informasi yang bermanfaat melebihi informasi yang diberikan oleh pengumuman *earning* kuartalan pada periode yang sama.

Soetjipto (1996) melakukan pengujian kandungan informasi dividen pada tahun 1995 dengan sampel 40 perusahaan yang ada di BEJ dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan untuk menguji

pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham di sekitar pengumuman dividen. Model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di seputar pengumuman dividen.

Suparmono (2000) melakukan pengujian terhadap kandungan informasi dividen periode 1991-1998 di BEJ dengan sampel 182 dividen naik dan 158 dividen turun dengan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman dividen. Dalam penelitiannya model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi (OLS). Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengumuman dividen berpengaruh yang signifikan secara positif terhadap *abnormal return* di seputar pengumuman dividen baik dividen naik maupun dividen turun.

Kartini (2001) meneliti mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen di BEJ dengan sampel 25 dividen yang naik dan 25 dividen yang turun, dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan menguji reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen dan menguji pengaruh besarnya perubahan dividen yang dibayar dan ukuran perusahaan terhadap *abnormal return*. Model yang

digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang sudah dikoreksi dengan metode koreksi Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag*. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang menyatakan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang naik maupun dividen yang turun. Hasil penelitian juga menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan (*size*) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap besarnya *abnormal return*.

Fellanni (2004) meneliti mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman dividen di BEJ periode 2000-2001 dengan sampel 15 dividen naik dan 14 dividen turun dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini menggunakan *event* periode dengan window 10 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), 1 hari pada saat peristiwa (*event-day*), dan 10 hari sesudah peristiwa (*past-event*), dengan sampel perusahaan manufaktur. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman dividen dan untuk mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman. Dalam penelitiannya model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* di seputar pengumuman dividen baik dividen

naik maupun dividen turun dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman .

2.6 Formulasi Hipotesis

Dividen signaling theory merupakan teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi yang penting yang mampu mempengaruhi *return* saham (Battacharya, 1979). Teori ini menyatakan bahwa dividen membawa sinyal yang berarti, yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham. Pengumuman perubahan pembayaran dividen dianggap mengandung informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Reaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diukur dengan *abnormal return*. Jadi pasar bereaksi terhadap perubahan pembayaran dividen bila ada *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman tersebut. Miller & Rock (1985) juga mengembangkan *dividend signaling theory*. Model yang dikembangkan oleh para peneliti itu memberikan penegasan yang serupa dengan Battacharya (1979), bahwa dividen merupakan isyarat yang sering digunakan oleh manajer untuk menunjukkan kemampuan kinerja perusahaan. Kester et. al (1996) menyatakan bahwa manajer perusahaan di Indonesia menggunakan dividen untuk sinyal prospek *earning* perusahaan dan pasar menggunakan pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham. Investor bisa menganggap suatu pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai suatu sinyal positif maupun negatif. Jika investor

menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang positif, maka harga saham akan meningkat dan berarti investor akan mendapatkan *abnormal return* yang positif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen. Sebaliknya jika investor menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang negatif, maka harga saham akan menurun dan investor akan mendapatkan *abnormal return* yang negatif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen. Menurut Brigham (1995) bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai sinyal membaiknya kinerja perusahaan pada saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Dari tinjauan literatur dan temuan empiris tersebut diatas, bisa dirumuskan sebagai berikut :

H₁ : Pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta

H₂ : Pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta

Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham diamati beberapa peneliti sebagai penyebab munculnya *abnormal return*. Ghosh dan Woolridge (1988) memilih variabel besarnya perubahan dividen sebagai proxy bagi

kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri dengan asumsi semakin besar perubahan pembayaran dividen semakin besar pula kandungan informasi yang diterima investor. Hipotesis yang akan diuji berkaitan dengan pengaruh perubahan pembayaran dividen adalah :

H₃ : Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham berpengaruh positif terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

Reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diduga juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Ghosh & Woolridge (1988) seperti yang dikutip dalam Kartini (2001) menyatakan bahwa, perusahaan kecil biasanya lebih sedikit mengeluarkan informasi dari pada perusahaan besar, akibatnya informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil lebih menarik pemegang saham yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham. Eddy & Seifert (1988) mendapatkan bukti bahwa reaksi pemegang saham terhadap pengumuman pembayaran kenaikan dividen lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar, sebab informasi-informasi yang ada di pasar tentang perusahaan-perusahaan kecil sangat terbatas, sehingga pengeluaran yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil menimbulkan reaksi yang besar. Hipotesis yang akan diuji berkaitan dengan pengaruh ukuran perusahaan adalah:

H₄ : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen