

## **EFEK PENGUMUMAN PERUBAHAN DIVIDEN TERHADAP REAKSI PASAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Darmawan**

*Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta*

[darmawan@uin-suka.ac.id](mailto:darmawan@uin-suka.ac.id)

### **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.

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

### **ABSTRACT**

*This study examined the signaling theory about how the market / investors respond to dividend announcements made by companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2008-2012. In general, the objective of this research is to develop new theoretical approaches, in an effort to resolve the conceptual controversies regarding the impact of dividend policy on firm value. That in detail, in particular objective: To analyze and empirically test the market reaction to the announcement of dividend cut and increase of dividends; as well as Analyze and test empirically the firm-specific characteristics variables that affect the market reaction. The samples are all companies that announced dividend policy for 5 years as many as 242 companies with 729 event announcements. The results showed that in all events dividend announcement found a significant reaction from the market.*

**Keywords:** *Characteristics of the Company, Dividend Policy, Market Reactions.*

## PENDAHULUAN

### Latar belakang masalah

Menurut Gordon (1959), Terdapat tiga hipotesis yang mungkin kenapa seorang investor bersedia membayar untuk memiliki sejumlah saham perusahaan: *dividen*, *capitalgain* dan kedua – duanya. Ada dua skenario sikap investor terhadap pembayaran dividen. Pertama, investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Ini adalah tipe investor "*A bird in the hand is worth two birds in the bush*". Artinya, investor tipe ini lebih menghargai dividen yang lebih pasti daripada *capital gain* di masa mendatang yang penuh resiko. Teori ini dikenal sebagai *Bird in Hand Theory* yang pertama kali diperkenalkan oleh Gordon (1959) dan Lintner (1962). Karena, laba ditahan yang diinvestasikan ke proyek baru selalu mengandung risiko. Sangat mungkin, laba ditahan bisa disalahgunakan atau diinvestasikan di proyek spekulatif, dari pada diinvestasikan pada proyek yang prospektif. Alasan lain adalah pembayaran dividen yang teratur mendisiplinkan manajemen perusahaan. *Bird in Hand Theory* ini sendiri bersebrangan pendapat dengan *Irrelevance of Dividend Policy Theory* yang dikemukakan oleh Merton H, Miller dan Franco Modigliani (1961), yang mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan dalam mempengaruhi harga saham. Hal ini dipertegas oleh Gordon sendiri (1963).

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* (DPR) 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; Sartono, 2010) 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), teori *signaling dividend* mengasumsikan bahwa manajemen enggan untuk mengubah kebijakan dividennya (Manos, 2001), 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), 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 et al (2012). 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). Didalam penelitian ini peneliti akan mengkhususkan kajian pada kebijakan penurunan dan kenaikan dividen pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia.

### **BatasanMasalah**

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.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

### **Ruang Lingkup Dividen**

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

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemilik saham sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya. Pembagian ini akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan, tapi distribusi keuntungan kepada para pemilik memang adalah tujuan utama suatu bisnis. Beberapa perusahaan mungkin memiliki Rencana Investasi Ulang Dividen (*dividend reinvestment*). Hal ini memungkinkan para pemegang saham untuk menggunakan dividennya secara sistematis untuk membeli sedikit saham yang biasanya tanpa komisi. Dalam beberapa kasus, mereka tidak perlu membayar pajak untuk investasi ulang dividen ini, namun biasanya perlu membayar komisi (Horne, 1998).

### **Kebijakan Dividend Cuts**

Kebijakan dividen ini adalah kebijakan yang diambil oleh perusahaan untuk menurunkan kumulasi dividen dari tahun sbelumnya. Data empiris menunjukkan kebijakan ini seringkali diapresiasi negatif oleh pasar, dengan menurunnya harga saham perusahaan yang mengambil kebijakan ini dibandingkan harga saham perusahaan lain yang tidak mengambil kebijakan yang sama. Pengurangan dividen memberikan sinyal pada investor bahwa perusahaan dalam kondisi penurunan kinerja. Sesuai dengan *signalling theory*, *dividen cuts* akan memberikan sinyal negatif yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi menurun. Pasar seringkali bereaksi lebih besar terhadap pengumuman penurunan dividen dari pada pengumuman kenaikan dividen. (Impson dan Benartzi dalam Purnamasari, 2005)

### **Teori Signaling Hypothesis**

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Tapi Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu “sinyal” kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal ( biasanya ) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diwaktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain , teori *Signaling Hypotesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek “sinyal” atau disebabkan karena efek “sinyal” dan preferensi terhadap dividen

## 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). 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 statistik 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.

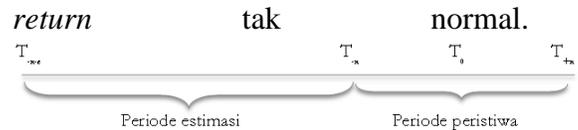
## 2. Prosedur Studi Peristiwa Efisiensi Pasar

Pada tahap ini, merupakan studi peristiwa untuk menguji pasar efisien bentuk setengah kuat. Pengujian pasar efisien adalah lanjutan dari pengujian kandungan informasi (Jogianto, 2010). Jika pengujian kandungan informasi hanya menguji return tak normal sebagai reaksi pasar, pengujian efisiensi pasar meneruskan dengan menguji kecepatan reaksi pasar tersebut.

## 3. Prosedur Studi Peristiwa

Metode penelitian studi peristiwa konvensional mengikuti prosedur sebagai berikut:

- a. Mengidentifikasi bentuk, efek dan waktu peristiwa (i) peristiwa apa yang memiliki nilai informasi; (ii) apakah nilai informasi peristiwa memiliki efek negatif atau positif terhadap *return* tak normal perusahaan tertentu; dan (iii) kapan peristiwa terjadi atau di publikasi.
- b. Menentukan rentang waktu studi peristiwa termasuk periode estimasi dan periode peristiwa. Periode estimasi ( $T_{-n}$  hingga  $T_{-1}$ ) adalah periode yang digunakan untuk meramalkan *return* harapan pada periode peristiwa. Periode peristiwa ( $T_{-1}$  hingga  $T_{+n}$ ) adalah periode di seputar peristiwa( $T_0$ ) yang digunakan untuk menguji perubahan



Gambar A Periode Pengamatan

Panjang jendela, mengacu pada pendapat Jogianto (2010) bahwa periode jendela harus sependek mungkin. Panjang jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Untuk pengumuman dividen, umumnya panjang periode jendela yang digunakan adalah 21 hari (sepuluh hari disekeliling tanggal pengumuman).

Sedangkan untuk periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum peristiwa. Jogianto mengatakan (2010), tidak ada patokan untuk lamanya panjang estimasi ini. Jika melihat Hanke dan Reitsch bahwa jumlah sampel adalah jumlah  $(k.10)$  dengan  $k$  jumlah variabel independen regresinya maka pada kasus pembentukan model estimasi ini adalah 10 hari. Akan tetapi mengingat banyaknya sampel akan memperbaiki kualitas model, maka dipilih 50 hari dengan asumsi estimasi dimulai setidaknya 2 bulan sebelum pengumuman.

- c. Menentukan metode penyesuaian return yang digunakan untuk menghitung *return* tak normal. Terdapat tiga metode yang secara luas digunakan dalam penelitian studi peristiwa.
  - i. Model – model statistika. Terdapat dua model penyesuaian yang paling umum digunakan yaitu model disesuaikan rata – rata (*mean*

- adjusted model*) dan model pasar (*market model*)
- ii. Model disesuaikan dengan pasar (*market adjusted model*)
  - iii. Model – model ekonomika (*economics model*). Terdapat dua model yang secara luas digunakan, yaitu *capital asset pricing model* (CAPM) dan *arbitrage pricing model* (APT).

Periode estimasi diperlukan bila perhitungan return tak normal menggunakan model statistic dan model ekonomika. Periode estimasi tidak

diperlukan bila perhitungan return tak normal di hitung dengan menggunakan model disesuaikan dengan pasar (*market adjusted model*)

- d. Menghitung return tak normal disekitar periode peristiwa

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

$$RTN_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Dengan:

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

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

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

- e. Menghitung rata – rata tak normal dan return tak normal kumulatif dalam periode peristiwa. Terdapat beberapa metode pengukuran return tak normal

di seputar periode jendela antara lain sebagai berikut:

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

$$\overline{RTN}_t = \frac{\sum_{i=1}^n RTN_{it}}{k}$$

Dengan:

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

$k$  = jumlah sekuritas

- ii. Return tak normal kumulatif (*cumulative abnormal return*). Return

tak normal kumulatif untuk setiap sekuritas selama periode peristiwa.

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

4. 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). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan model *cross section* (Juanda, 2012).

**Tabel 1. Operasionalisasi Variabel**

Variabel	Definisi Operasional	Indikator
<i>Dividend Yield</i> (X1)	Perubahan kebijakan dividen bisa dilihat dari besarnya perubahan <i>dividend yield</i> . $\delta Dividend Yield$ ( $\delta DivY1$ ) yang dimaksud pada penelitian ini adalah perubahan besarnya <i>dividend yield</i> yang diterima.	<ol style="list-style-type: none"> <li>Besarnya <i>dividend yield</i> tahun perhitungan.</li> <li>Besarnya <i>dividend yield</i> tahun sebelumnya.</li> </ol>
<i>Size</i> (X2)	<i>Size</i> adalah $\ln(Market Value)$ , <i>MV</i> adalah harga saham penutupan pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman dikalikan jumlah saham yang beredar pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman.	<ol style="list-style-type: none"> <li>Harga saham penutupan pada akhir bulan sebelum pengumuman.</li> <li>Jumlah saham yang beredar pada akhir bulan sebelum pengumuman.</li> </ol>
Kepemilikan <i>Institusional</i> (X3)	Kepemilikan <i>Institutional</i> adalah persentase saham yang dimiliki investor institusional	<ol style="list-style-type: none"> <li>Jumlah saham yang dimiliki institusi.</li> <li>Total kepemilikan saham.</li> </ol>
Beta Saham (X4)	Beta adalah risiko perusahaan diukur dengan beta saham model pasar selama periode estimasi. Beta dianggap mencerminkan kinerja saham di masa depan.	<ol style="list-style-type: none"> <li><i>Return</i> saham.</li> <li><i>Return</i> pasar.</li> </ol>
Pertumbuhan (X5)	<i>MBVE</i> adalah peluang pertumbuhan yang diprosikan sebagai <i>rasio market to book value</i> perusahaan sebelum pengumuman dividen.	<ol style="list-style-type: none"> <li>Jumlah Saham Beredar.</li> <li>Harga Penutupan.</li> <li>Total Ekuitas.</li> </ol>
Return Tak Normal (Y)	Return tak normal adalah <i>return actual</i> disekitar periode peristiwa dikurangi return harapan atau prediksi pada periode tersebut	<ol style="list-style-type: none"> <li><i>Return actual</i> saham i pada periode t.</li> <li><i>Return</i> harapan atau return prediksi.</li> </ol>

Variabel	Definisi Operasional	Indikator
----------	----------------------	-----------

berdasarkan metode yang ditetapkan

Sumber: Data Olahan Peneliti

## PEMBAHASAN

### Hasil Penelitian

#### 1. 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. 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. 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. 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. 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 2. 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

No	E JENDEL	Pengumuman Dividen			
		<i>Dividend cuts</i>		<i>Increase of dividend</i>	
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.

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

dibagikannya dividen ini malah memberikan berita baik bagi investor.

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

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

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

Hasil ini dari sisi adanya observasi yang signifikan sama dengan hasil penelitian Golda (2005) perbedaanya terletak pada jumlah observasi yang signifikan hanya 1 dan bernilai positif. Sehingga pada data pengumuman kenaikan dividen periode 2001 – 2004 disimpulkan bahwa dividen mengandung informasi tentang meningkatnya pendapatan emiten di masa depan. Hasil signifikan positif juga ditemukan di Di *Kuala Lumpur Stock Exchange*, bahwa reaksi pasar menunjukkan reaksi positif terhadap pengumuman dividen naik, seperti hasil penelitian Jais et al. (2009).

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

## 2. Pengujian Hipotesis Kedua

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.

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*.

### 3. Pengujian Hipotesis Ketiga

Output ini menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang signifikan dengan  $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$  (0,681) atau nilai  $\text{sig} < \alpha$  (0,05) maka dikatakan model tidak signifikan

**Tabel 2. Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) Pengumuman Penurunan Dividen**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(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

**Tabel 3. Koefisien Regresi RTNK=f(Karakteristik Perusahaan) pada Pengumuman Kenaikan Dividen**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(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  $\text{sig} < \alpha$  (0,05) maka dikatakan tidak signifikan.

### Analisis

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 (1968, 1978), 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) yang kemudian dilanjutkan oleh Fama dan Babiak (1968) cara pandang terhadap *bad news* atau *good news* haruslah dipandang dari sudut ekspektasi pasar.

Tetapi, sebuah riset pengumuman di Jerman oleh Christian Andreas et al. (2009) mengungkapkan hal yang sebaliknya. Penelitiannya menunjukkan bahwa penelitiannya yang dilakukan pada lebih dari 500 pengumuman kenaikan dividen,

kurang dari setengahnya menunjukkan reaksi peristiwa positif. Pengumuman kenaikan dividen menunjukkan tidak adanya berita/ informasi (*no-news events*) hal ini berarti bahwa kenaikan dividen telah diantisipasi atau diperkirakan oleh pasar. Atau, walaupun pada reaksi peristiwa negatif, hal itu bisa dijelaskan karena analis telah memperkirakan kenaikan dividen yang lebih besar. Hasil pada pengumuman dividen tetap (*unchanged dividends*) dan penurunan dividen (*dividend decreases*) menunjukkan hasil dan arah yang sama. Yang diharapkan pada sebuah pasar yang efisien, harga saham bereaksi terhadap kejutan dalam pengumuman dividen, bukan lah semata – mata pada perubahan dividen. Hasil ini menunjukkan hal sama ketika penelitian dikontrol dengan kejutan pada pengumuman laba, yang biasanya seringkali bersamaan dengan pengumuman dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen lebih informatif dari pada pengumuman laba.

Persoalan penghargaan investor terhadap pengumuman ternyata sangat tergantung pada situasi umum dari bursa saham. Penelitian Salminen (2008) yang memperbandingkan pengumuman dividen pada periode 2000 - 2002 ketika terjadi resesi dan 2005 - 2007 ketika investor mendapatkan *capital gains* yang besar di Bursa Saham Amerika. Hasil empiris menunjukkan bahwa Investor terlihat lebih menghargai pengumuman kenaikan dividen pada masa harga saham sedang jatuh.

Bahkan secara substansi *return* tak normal pada periode 2005 - 2007 tidak dapat ditemukan. Sehingga bisa disimpulkan berdasarkan seluruh sampel bahwa *return* tak normal pada masa resesi secara signifikan positif lebih tinggi dari pada masa ketika pasar sedang *booming*.

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.

Tidak adanya koefisien yang signifikan pada perubahan *dividend yield* ketika penurunan dividen sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sri Mulyati (2003), Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 52 saham perusahaan yang terdiri dari 25 perusahaan yang membayar dividen

turun. Periode pengamatan pada penelitian ini adalah tahun 1995 dan 1996. Data yang digunakan berupa data sekunder yang terdiri dari data harga saham perusahaan, Indeks Harga Saham Gabungan, dividen per lembar saham dan data *dividend yield* perusahaan. Abonormal *return* dihitung dengan menggunakan model pasar. Metode statistik yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah uji t.

Hasil penelitian ini yang menunjukkan tidak signifikannya *size*, diperkuat oleh penelitian Semra Karacaer dan Pelin Ozek, (2009) terhadap 65 perusahaan yang mengumumkan dividennya di Bursa Saham Turki, Istanbul Stock Exchange, pada periode 2003 – 2007 menunjukkan signifikannya pengaruh *dividend yield* terhadap *return* tak normal. Hasil ini bertolak belakang dengan temuan Christian Andreas at al. (2009). Yang menemukan bahwa di Jerman, *size* mempengaruhi secara negatif besarnya abnormal *return* pada pengumuman dividen.

Hasil penelitian ini yang menunjukkan tidak signifikannya kepemilikan institusional terhadap *return* tak normal, sejalan dengan penelitian ini Ni Luh Putu Wiagustini, et al. (2012) menemukan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham. Hal ini berarti besar atau kecilnya kepemilikan saham oleh institusi pada perusahaan manufaktur di BEI tidak berdampak langsung pada perubahan Harga Saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan tidak signifikannya pengaruh beta, bertolak belakang dengan hasil penelitian Below dan Jhonson (1996) yang menyebutkan Beta

dapat diinterpretasikan sebagai ukuran dari pergerakan harga saham harapan dimasa depan yang diperkirakan pasar. Sebagai hasilnya dia berargumentasi bahwa beta yang tinggi akan bereaksi lebih besar pada penurunan dividen dari pada beta saham yang rendah, karena penurunan saham pada beta saham yang tinggi dapat menjadi sinyal bahwa manajemen pesimis tentang prospek dari *cash flow* atau harga saham disekitar periode kebijakan dividen ini. Jadi beta memiliki koefisien negatif pada penurunan dividen. Sedangkan pada pengumuman kenaikan dividen pada beta saham yang tinggi haruslah terlihat reaksi yang kecil daripada beta saham yang rendah.

Hasil penelitian ini menunjukkan tidak signifikannya pengaruh *Market Book Value to Equity*, hal ini sejalan dengan temuan Triana (2012) bahwa pengaruh tidak langsung dari Set Kesempatan Invesatsi (MBVE) terhadap harga saham melalui kebijakan dividen adalah berpengaruh tidak signifikan. Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2006 – 2008. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria semua perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membagikan dividen kas secara terus menerus selama periode 2006 – 2008 dan memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode 2006-2008.

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 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 *dividend 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 turunnaiknya. 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.

## SIMPULAN

### Kesimpulan

1. 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.
2. 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.

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

### **Saran**

1. Berdasarkan temuan pada tak sesuai 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.
2. 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.

## REFERENSI

- 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., Betzer, Andre., van den Bongard, Inga., Haesner, Cristian., Theissen, Erik. (2009). *Dividend Announcements, Market Expectation and Corporate Governance*. University of Bonn, Department of Economics – BWL1, Germany.
- Arie Afzal dan Abdul Rohman, (2012). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, Volume 1, Nomor 2, Tahun 2012
- Atmaja, Lukas Setia, (2013). Dividen: Emang Gua Pikirin. *Kontan Online*. 4 Februari 2013 (22:04)
- Bandi,(2009). *Kualitas Laba dalam Perspektif Akrual - Arus Kas dan Pensinyalan*. Disertasi. Prodi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Dipenogoro, Semarang.
- Below, Scott. dan Jhonson Keith H. (1996). An Analysis of Shareholder Reaction to Dividen Announcement in Bull and Bear Markets. *Journal of Financial and Strategics Decisions*. Vol. 9, No. 3, Fall 1996. 15-26.
- Cecilia Triana, et al. (2012). Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* Vol. 6, No. 2 Agustus 2012.
- Eugene F. Fama and Harvey Babiak. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63, No. 324
- Eyup Kadioglu. (2008). *The Announcement Effect Of Cash Dividend: Evidence From Turkish Capital Market*. Leeds University Business School.
- 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
- Golda, Zainafree. (2005). *Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai Di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Diponegoro.
- Gordon, M.J, (1963). *Management of Corporate Capital: Optimal Investment and Financing Policy*. *The Journal of Finance*, vol. 18, No. 2 (May, 1963), 264-272.
- Gordon, M.J., (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), 99-105.
- Horne. Van., (1998). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, edisi kesembilan. Salemba Empat.
- Jogiyanto, (2010). *Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Badan Penerbit BPFE Yogyakarta.
- Juanda, Bambang dan Junaidi, (2012). *Ekonomietrika Deret Waktu, Teori dan Aplikasi*. IPB Press

- Laarni Bulan (2010). To Cut or Not to Cut a Dividend. the 2010 Boston Area Finance Symposium.
- Lintner, John, (1962). Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44. Hal 243 – 269.
- Lintner, John. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1. (Feb., 1965), pp. 13-37.
- 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.
- Mohamad Jais, et al. 2009. Dividend Announcements and Stock Market Reaction. MPRA Paper No. 19779, posted 14. January 2010 16:14 UTC
- Ni Luh Putu Wiagustini, dkk., (2012). Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* Vol. 6, No. 2 Agustus 2012.
- Purnamasari, (2005). Implikasi Signalling Theory Atas Pengumuman Pembagian Dividend Cuts Terhadap Reaksi Pasar. *Simposium Riset Ekonomi II Surabaya*, 23-24 November 2005.
- Rajiv Sant dan Arnold R. Cowan. (1994). Do Dividends Signal Earnings? The Case Of Omitted Dividends. *Journal of Banking and Finance*, 1994, v18 #6, 1113-1133.
- Salminen, Joni. (2005). Abnormal Returns Of Dividend Announcements During A Boom And A Recession. Empirical evidence from U.S. from the years of 2000 – 2002 and 2005-2007, including Finnish extra dividends. Lappeenranta University Of Technology School of Business Finance. Finlandia.
- Sartono, Agus, (2010). Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi, edisi keempat. BPFE UGM Yogyakarta.
- Scott D. Below dan Keith H. Johnson. (1996). An Analysis Of Shareholder Reaction To Dividend Announcements In Bull And Bear Markets. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*. Volume 9 Number 3, Fall 1996.
- Semra Karacaer dan Pelin Ozek, (2009). How do firm characteristics affect the market reaction to investment announcements: ISE case. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 6, Issue 1, 2009.
- Sjahrial, Dermawan, (2010). Manajemen Keuangan, edisi keempat. Mitra Wacana Media.
- Sri Mulyati, (2003). Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai Dan Dividend Yield Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis JSB* No. 8 Vol. 2 Desember 2003.
- 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.
- Uddin, Hamid. (2003). *Effect of Dividend Announcement on Shareholders' Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange*. Institute of Business Administration, University of Dhaka.
- Yi Liu. at al. (2008). *Underreaction to Dividend Reductions and Omissions? The Journal Of Finance*. Vol. Lxiii, No. 2. April 2008.