

**TRANSFER INFORMASI INTRA-INDUSTRI
DI SEKITAR PENGUMUMAN PERUBAHAN DIVIDEN:
Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2002-2004**

**Oleh: J. Widiatmoko
Universitas Stikubank Semarang**

Abstract

The aim of this research is to prove the existence of intra industry information transfer which happens in dividend change announcements by a firm that influence stock price of other firm in the same industry subsector. The population of this research include all of manufacture firms that list in Indonesia Stock Exchange during 2002-2004. Using purposive sampling method, obtained 15 firms that report dividend decrease and 15 firms that report dividend increase. From 15 reporter firms, there are 112 non reporter firms dividend decrease and 119 non reporter firms dividend increase.

The results of this research show that intra industry transfer information only happens in $h +4$ and $h +5$ for dividend increase announcement. In $h -4$, there is contagion effect mean that dividend decrease regarded as sign that there is performance decrease in reporter firm that contaminates to non-reporter firms in dividend increase announcement. Only happened in $h -5$ information transfer in the same sector and happens competitive effect. Meanwhile, decrease and increase dividend announcement not influence to cumulative abnormal return.

Key words: dividend announcement, transfer of information, contagion effect, competitive effect, cumulative abnormal return.

Pendahuluan

Perkembangan investasi atas aktiva keuangan (*finansial assets*) dewasa ini telah demikian pesat. Di Indonesia ditandai dengan jumlah transaksi, perusahaan yang *go public*, investor, dan pelaku pasar modal lainnya yang bertambah. Dengan potensinya yang semakin besar untuk memobilisasi dana, pasar modal memiliki arti yang strategis bagi pembangunan perekonomian nasional.

Investor sebagai pelaku pasar modal akan melakukan investasinya berdasarkan atas beberapa pertimbangan. Hal ini dilakukan mengingat investasi dalam saham memiliki risiko yang relatif lebih tinggi apabila dibandingkan dengan investasi dalam bentuk deposito. Saham-saham perusahaan yang *go public* sebagai komoditi investasi, tergolong berisiko tinggi karena sifat komoditasnya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi baik perubahan di dalam negeri maupun di luar

negeri, perubahan dibidang ekonomi, moneter, undang-undang atau peraturan, perubahan dalam industri dan perusahaan itu sendiri, maupun perubahan di bidang politik.

Informasi merupakan salah satu hal penting dalam perkembangan pasar modal yang efisien. Informasi yang relevan dapat mempengaruhi harga sekuritas di pasar modal. Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah dengan melihat hubungan antara harga dan informasi. (Hartono, 2003),

Jenis-jenis informasi perusahaan yang diterbitkan untuk umum diantaranya adalah laporan laba dan pengumuman dividen. Kedua pengumuman tersebut merupakan sinyal yang sangat penting bagi investor. Hipotesis kandungan informasi dividen menyatakan bahwa manajer menggunakan pengumuman pembagian dividen tunai sebagai sinyal perubahan ekspektasi terhadap prospek perusahaan dimasa mendatang. Menurut Pettit (1972), jika pengumuman

Created with

tersebut mempunyai arti bagi investor maka akan berpengaruh terhadap harga saham dan *return* saham.

Pada setiap pengambilan keputusan investasi, investor selalu memiliki gambaran risiko dan pengembalian yang diharapkan dari saham. Pada dasarnya tujuan investasi adalah untuk memperoleh *capital gain* dan dividen. Dividen merupakan salah satu hasil yang diharapkan investor ketika membeli saham selain *capital gain*. Kinerja perusahaan dianggap baik diantaranya jika perusahaan mampu membayar dividen lebih tinggi dari yang diharapkan oleh pemegang saham. Bagi investor dividen juga merupakan salah satu alat *signaling* yang mampu memberikan berbagai sinyal tentang prospek *cash flow* perusahaan.

Tujuan dari pengumuman pembagian dividen adalah untuk memberikan informasi kepada investor mengenai berapa besarnya laba yang dibagikan kepada investor dan beberapa laba yang ditahan, dengan demikian secara tidak langsung investor akan mengetahui tingkat pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Firth (1996), menyatakan bahwa pengumuman dividen ternyata tidak hanya mempengaruhi perdagangan harga saham perusahaan yang mengumumkan dividen tetapi juga perusahaan lain dalam industri yang sama yang tidak mengumumkan. Menurut Schipper (1990) dalam Yusnitasari (2003), hal ini disebabkan karena suatu industri memiliki karakteristik yang hampir sama. Perusahaan dalam industri yang sama menghadapi keadaan yang hampir sama sehingga pengumuman suatu perusahaan memberikan informasi tentang keadaan ketidakpastian pada pesaingnya.

Perusahaan cenderung meningkatkan dividen bila terdapat tingkat probabilitas *cash flow* yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen bila manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flow* yang dapat mendukung pembayaran dividen tersebut. Perubahan pembayaran mengandung informasi yang memungkinkan investor

merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya menyesuaikan harga saham ketika perubahan dividen diumumkan (Pettit 1972).

Pengumuman perubahan dividen dianggap memiliki kandungan informasi jika pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar terhadap adanya pengumuman dividen tersebut ditunjukkan melalui perubahan harga dan atau volume perdagangan sekuritas perusahaan.

Umumnya pengumuman suatu peristiwa yang dilakukan perusahaan *reporter* akan berpengaruh terhadap perusahaan sejenis lainnya yang tidak mengumumkan suatu peristiwa. Fenomena ini dikenal dengan istilah transfer informasi. Pasar diharapkan bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen sehingga mampu menaikkan harga saham, sehingga diperoleh *abnormal return* positif. Firth (1996) menyimpulkan bahwa investor perusahaan pada industri yang sama dengan perusahaan yang mengumumkan dividen memperhitungkan informasi dari pengumuman tersebut untuk membuat kesimpulan tentang prospek ekonomi suatu industri.

Pengaruh pengumuman perubahan dividen tersebut dilihat dari adanya *abnormal return* saham perusahaan lain yang tidak mengumumkan perubahan dividen. Bila terdapat kandungan informasi pada pengumuman perubahan dividen pada suatu perusahaan maka terdapat *abnormal return* pada perusahaan lain pada sektor industri yang sama yang tidak mengumumkan perubahan dividen disekitar tanggal pengumuman tersebut.

Banyak penelitian yang telah dilakukan tentang hubungan antara pengumuman *dividen* dengan harga saham, pada umumnya hasil-hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa harga saham (*return* saham) bereaksi secara positif terhadap pengumuman dividen yang diperkirakan. Woolridge (1982) dalam Santoso dan Nusantara (2004) melakukan pengujian terhadap 376 perusahaan yang

mengumumkan dividen selama tahun 1971-1976. Hasil penelitiannya juga mendukung bahwa pasar bereaksi terhadap perubahan positif dan negatif dari nilai dividen secara cepat dalam waktu sehari setelah pengumuman.

Di Indonesia penelitian tentang adanya transfer informasi di Bursa Efek Indonesia pernah dilakukan oleh Trimeiningrum (1999), yang menemukan bahwa investor perusahaan non reporter pada saat perusahaan reporter mengumumkan kenaikan dividen mendapatkan *abnormal return* yang cukup berarti pada 5 hari setelah tanggal pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan reporter. Untuk penurunan dividen, transfer informasi dalam sektor industri yang sama terjadi pada hari diumumkannya penurunan dividen dan 2 hari setelah pengumuman tersebut.

Penelitian ini dimotivasi untuk membuktikan kemungkinan interdependensi diantara harga saham perusahaan-perusahaan dalam suatu industri, seperti yang telah dikemukakan oleh Schipper (1990) dalam Yusnitasari (2003) yang melihat bahwa interdependensi tersebut merupakan salah satu cara dalam mempertimbangkan apakah pengungkapan informasi menciptakan eksternalitas yang mungkin menarik perhatian pembuat kebijakan. Selain itu penelitian ini bertujuan untuk memperluas keberadaan hasil riset kandungan informasi yang sudah ada dengan mengevaluasi kandungan informasi untuk perusahaan lain sama seperti pengumuman informasi untuk perusahaan yang mengumumkannya.

Yusnitasari (2003), dalam penelitiannya menguji adanya transfer informasi intra industri di sekitar pengumuman perubahan dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa adanya transfer informasi intra industri yang mempunyai efek *kompetitif* pada perusahaan nonreporter pada 2 hari sebelum dan 4 hari sesudah pengumuman penurunan dividen perusahaan reporter dan mempunyai efek *contagion* pada perusahaan nonreporter

pada hari saat diumumkan dan 5 hari setelah pengumuman kenaikan dividen.

Penelitian ini berbeda dari yang telah dilakukan peneliti sebelumnya. Perbedaan penelitian ini terdapat pada beberapa hal, 1) menguji variabel yang berpengaruh di dalam penentuan besarnya transfer informasi yang terjadi disamping menguji ada tidaknya transfer informasi, 2) menggunakan data periode yang lebih panjang yaitu 3 tahun (2002-2004) dan perusahaan yang digunakan dalam penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang sudah go publik, 3) penelitian ini menggunakan model pasar disesuaikan (*market-adjusted model*). Penggunaan model ini didasarkan pada pertimbangan bahwa pasar modal di Indonesia masih dalam tahap perkembangan yang memiliki ciri bahwa sebagian besar saham yang diperdagangkan transaksinya tidak liquid karena saham tersebut jarang diperjual belikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan return nol selama tidak terjadi transaksi. Model pasar disesuaikan menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut (Hartono, 2003).

Variabel yang digunakan untuk menjelaskan besarnya transfer informasi dalam penelitian ini adalah besarnya perubahan dividen baik kenaikan maupun penurunan dividen, ukuran perusahaan lain yang tidak mengumumkan dividen (perusahaan *nonreporter*) dalam sektor industri yang sama, dan variabel kontrol yang menunjukkan apakah perusahaan sampel sebelumnya sudah mengumumkan dividen atau belum.

Kohers (1999) menyatakan bahwa ukuran perusahaan *nonreporter* dapat memainkan peran dalam menentukan bagaimana perusahaan yang berada dalam satu industri merespon pengumuman dividen pesaingnya. Harga saham perusahaan besar akan lebih responsif terhadap informasi yang berkaitan dengan industri karena akan lebih banyak diikuti oleh investor.

Penelitian ini bertujuan mencari bukti adanya transfer informasi intra industri yang terjadi pada pengumuman perubahan dividen oleh suatu perusahaan yang mempengaruhi harga saham perusahaan lain dalam subsektor industri yang sama. Hal ini karena investor menggunakan informasi yang terdapat pada pengumuman dividen untuk mengevaluasi harga saham tidak hanya perusahaan yang bersangkutan tetapi juga perusahaan lain yang sejenis pada subsektor industri yang sama. Berdasarkan latar belakang diatas maka penelitian ini mengambil judul **“Transfer Informasi Intra Industri Di Sekitar Pengumuman Perubahan Dividen”**.

Tinjauan Pustaka, Penelitian Terdahulu, dan Pengembangan Hipotesis

Dividen dan Teori Kebijakan Dividen

Ditinjau dari sudut perusahaan kebijakan dividen merupakan hasil pertimbangan yang tidak mudah. Hal ini mengingat jika perusahaan membagikan laba sebagai dividen, maka pembiayaan internal perusahaan berkurang, sebaliknya jika perusahaan menahan laba, maka kemampuan perusahaan membentuk pembiayaan internal semakin besar. Manajemen sedapat mungkin harus menjalankan kebijakan dividen yang optimal yaitu kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga perusahaan.

Ang (1997) memberi batasan *dividen* sebagai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi laba yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham. Sementara itu menurut Husnan (1996), dividen merupakan nilai bersih pendapatan setelah pajak dikurangi dengan laba yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan.

Berdasarkan atas bentuk dividen yang dibayarkan, Ang (1997) membedakan

dividen menjadi dua jenis, yaitu 1) dividen kas, adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai, 2) dividen saham, adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dalam proporsi tertentu. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen tunai, maka total sumber dana internal perusahaan akan berkurang. Sebaliknya apabila perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar.

Menurut Riyanto (1995), terdapat beberapa kebijakan dividen yang ditempuh oleh perusahaan antara lain :

1. Dividen stabil, yaitu jumlah dividen perlembar yang dibayarkan setiap tahunnya relative tetap selama jangka waktu tertentu, meskipun pendapatan perlembar saham pertahunnya berfluktuasi.
2. Dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus ekstra tertentu, kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen perlembar saham tiap tahunnya meskipun keadaan keuangan agak memburuk. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen minimal ditambah ekstra tertentu.
3. Dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* (DPR) yang konstan, yaitu perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan DPR yang konstan misalnya 50 %, jumlah perlembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan yang diperoleh setiap tahunnya.
4. Dividen yang fleksibel, yaitu besarnya dividen perusahaan tiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan financial dari perusahaan yang bersangkutan.

Dividend Signaling Theory

Teori sinyal telah dijadikan kerangka teori bagi para peneliti untuk melakukan penelitian di pasar modal, khususnya yang terkait dengan kandungan informasi dividen. Investor menganggap bahwa kebijakan dividen yang melakukan manajemen perusahaan merupakan sinyal bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus atau tidak di masa yang akan datang (Sujoko dan Hartono, 2001).

Ada dua asumsi yang mendasari teori ini. pertama, manajemen perusahaan enggan mengubah kebijakan dividen karena pembagian dividen dirasa investor sebagai sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang bagus di masa yang akan datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki oleh para investor dan manajemen berbeda informasi asimetris. Manajemen sendiri memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya dibandingkan investor.

Bhattacharya dalam Soetjipto (1997) mengembangkan suatu model pengirim sinyal dividen yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberi isyarat walaupun menanggung kerugian atas pajak pada pelaksanaannya. Apabila investor percaya bahwa perusahaan membayar dividen per saham yang lebih besar mempunyai nilai lebih tinggi, maka kenaikan dividen yang tidak diduga akan dianggap sebagai sinyal yang menggembirakan. Bagi perusahaan yang kurang sukses, meniru sinyal ini akan mahal karena perusahaan harus menanggung biaya ekstra sehubungan dengan pengumpulan dana dari luar untuk membayar dividen tunai. Dengan demikian memberi isyarat melalui nilai dividen memberi hasil yang positif dan dapat merupakan pengganti kerugian pajak sebagai akibat dari pendapatan dividen dibandingkan dengan *capital gain*.

Ross (1977) menyatakan ada empat isyarat penting yang perlu diperhatikan dalam optimalisasi kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu :

- a. Manajemen harus selalu mempunyai isentif yang sesuai dngan untuk mengirimkan sinyal jujur, meskipun beritanya buruk.
- b. Sinyal dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah untuk diikuti oleh perusahaan pesaingnya yang kurang sukses.
- c. Sinyal itu harus mempunyai hubungan yang sangat berarti dengan kejadian yang diamati.
- d. Tidak ada cara menekan biaya yang relaif lebih efektif untuk mengirimkan sinyal yang sama.

Prosedur Pembagian Deviden

Pembagian dividen merupakan satu hal yang dinantikan oleh pemegang saham. Pembagian dividen dapat dilakukan secara kuartalan ataupun tahunan, tergantung kebijaksanaan yang ditetapkan oleh masing-masing perusahaan. Adapun prosedur pembagian dividen yang aktual menurut Brigham dan Huston (2000) adalah pada tanggal pengumuman, tanggal pencatatan pemegang saham, tanggal *ex-dividend* dan tanggal pembayaran dividen.

- a. Tanggal Pengumuman
Adalah tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen. Misalnya, pada tanggal 14 November 2005 direksi PT. ABC mengadakan pertemuan dan mengumumkan pembagian kuartalan tetap sebesar Rp. 40,- per saham untuk dibayarkan kepada pemegang saham tercatat pada tanggal 8 Desember 2005 dengan pembayaran dilakukan pada tanggal 2 Januari 2006.
- b. Tanggal Pencatatan Pemegang Saham
Adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak memnerima dividen yang akan dibagikan perusahaan.

Created with

- c. Tanggal *ex-dividend*
Adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya, biasanya dalam jangka waktu 4 hari kerja sebelum tanggal pencatatan saham.
- d. Tanggal Pembayaran Dividen (*Dividend Payment*)
Adalah tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen.

Event Study

Menurut Hartono (2003) studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Menurut Sujoko dan Hartono (2001), tujuan dari studi peristiwa adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi sekuritas dan return dari sekuritas tersebut. Pengujian kandungan informasi dalam studi peristiwa dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar

Reaksi pasar ditunjukkan oleh perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila digunakan *abnormal return*, suatu pengumuman akan memiliki kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada pasar begitu juga sebaliknya pengumuman tidak memiliki kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* pada pasar (Hartono, 2003).

Abnormal return merupakan selisih dari *return* yang sesungguhnya dengan *return* ekspektasinya (*return* yang diharapkan oleh investor). *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t*, sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diekspektasi. Tanggal peristiwa disebut *to* dan periode di sekitar tanggal peristiwa yang akan dianalisis

*abnormal return*nya disebut periode pengamatan atau periode peristiwa atau jendela peristiwa (Hartono, 2003).

Transfer informasi Intra Industri

Menurut Kohers (1999), Investor akan menginterpretasikan pengumuman yang diterbitkan oleh suatu perusahaan sebagai suatu informasi yang mempunyai implikasi bagi perusahaan-perusahaan dalam industri dengan tingkat homogenitas yang relative sama. Transfer informasi intra-industri muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan lain dalam sektor industri yang sama.

Efek intra-industri dapat menimbulkan dua konflik, yaitu efek kontagion (*contagion effect*) dan efek kompetitif (*competitive effect*). Efek kontagion merupakan efek penularan yang dialami oleh perusahaan *nonreporter* akibat adanya pengumuman suatu *event* oleh perusahaan *reporter* dalam sector industri yang sama. Efek kompetitif adalah efek persaingan antara perusahaan *nonreporter* dalam industri yang sama dengan perusahaan *reporter*, hal ini dikarenakan adanya didistribusi kemakmuran dari perusahaan *reporter*. Jika pengumuman tersebut memberikan informasi mengenai perubahan adanya permintaan, maka informasi ini bernilai positif bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Perusahaan *nonreporter* yang mendapatkan distribusi kemakmuran dari perusahaan *reporter* melalui peningkatan pangsa pasarnya atau sebaliknya. Dengan menggunakan teori Lang dan Stulz (1992) dalam Setyorini (2004) mengenai kebangkrutan korporasi, argumen yang diajukan adalah bahwa likuidasi suatu perusahaan dapat memberi sinyal bagi peningkatan pangsa pasar pada perusahaan pesaingnya (efek kompetitif), sehingga posisi perusahaan pesaing dalam industri

yang sama menjadi semakin kuat. Hasil penelitian Akhigbe dan Madura, (1996) dalam Setyorini (2004) menunjukkan bahwa pengumuman likuidasi berpengaruh buruk pada perusahaan lain dalam subsektor industri yang sama karena adanya efek kontagion yang menggambarkan kondisi dan struktur pasar dari sektor industri tersebut.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan Reporter terhadap Abnormal Return Nonreporter

Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan penyebab timbulnya *abnormal return*. Besarnya respon harga saham akan meningkat dengan adanya peningkatan pada standarisasi perubahan dividen.

Karakteristik-karakteristik khusus perusahaan, seperti tingkat dividen surprise, ukuran perusahaan yang mengumumkan perubahan (penurunan dan kenaikan) dividen dan status perusahaan dengan menggunakan variabel kontrol apakah perusahaan sampel sebelumnya sudah mengumumkan dividen atau belum, dapat menjelaskan besarnya respon perusahaan lain yang tidak mengumumkan dalam industri yang sama.

Abnormal Return Saham

Return saham dapat didefinisikan sebagai hasil yang diperoleh dari investasi. *Abnormal return* atau *return excess* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya (*actual return*) terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor) (Hartono, 2003:433). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi.

$$Ari.t = Ri.t - E \{Ri.t\}$$

Keterangan :

Ari.t : *abnormal return* saham ke-i pada periode pengamatan ke-t

Ri.t : *actual return* saham ke-i pada periode pengamatan ke-t

E {Ri.t} : *expected return* saham ke-i pada periode pengamatan ke-t

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dihitung dengan rumus $(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$ sedang *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. Untuk menghitung *return* ekspektasi terdapat tiga model yang dapat digunakan (Hartono, 2003) :

1. Mean-adjusted Model

Model perhitungan ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata realisasi sebelumnya selama periode estimasi, sebagai berikut :

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,t}}{T} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

E {R_{i,t}} : *expected return* saham ke-i pada periode pengamatan ke-t

R_{i,t} : *actual return* saham ke-i pada periode pengamatan ke-t

T : Lama periode estimasi

Periode estimasi merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa.

2. Market Model

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market return*) ini dilakukan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 \cdot R_{m_j} + e_{i,j} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

- $R_{i,j}$: *return* realisasi saham ke-i pada periode estimasi ke-j
 α_1 : *intercept* untuk saham ke-i
 β_1 : koefisien slope yang merupakan beta dari saham ke-i
 R_{m_j} : *return* indeks pasar pada periode estimasi ke j
 $E_{i,j}$: kesalahan residu saham ke-i pada periode estimasi

3. Market-adjusted Model

Model perhitungan ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* pada suatu sekuritas adalah *return* indeks 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* indeks pasar. Dengan demikian *abnormal return* dapat dihitung dengan rumus:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m_t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

- $AR_{i,t}$: *abnormal return* saham ke-i pada saat pengamatan ke-t
 $R_{i,t}$: *actual return* saham ke-i pada saat pengamatan ke-t
 R_{m_t} : *expected return* saham pada saat pengamatan ke-t

Misalnya pada saat hari pengumuman peristiwa, *return* indeks pasar adalah sebesar 18 % dengan metode *market-adjusted model* ini maka *return* ekspektasi semua sekuritas di hari tersebut adalah sama dengan *return* indeks pasarnya. Jika *return* suatu sekuritas pada hari pengumuman peristiwa adalah 35 %, maka besarnya *abnormal return* yang terjadi adalah 17 % (35% - 18 %).

Review Penelitian Terdahulu

Yusnitasari (2003) menguji transfer informasi intra-industri di sekitar pengumuman perubahan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada penurunan dividen terjadi transfer informasi intra-industri yang mempunyai efek kompetitif pada 2 hari sebelum dan 4 hari sesudah dan mempunyai efek contagion pada saat diumumkan kenaikan dividen dan 5 hari setelah pengumuman. Serta variable besarnya perubahan dividen yang digunakan dalam penelitian tidak dapat menjelaskan besarnya transfer informasi intra-industri.

Pettit 1972 melakukan penelitian mengenai adanya pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham, dimana data yang dipergunakan adalah data harga saham harian, bulanan dan triwulanan dengan menggunakan *market model*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa harga-harga saham menyesuaikan secara cepat pada tanggal pengumuman dividen dan hari-hari sesudahnya sehingga hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi yang dipergunakan oleh para investor dalam menilai suatu saham.

Setyorini (2004), meneliti tentang adanya transfer informasi intra industri atas efek pengumuman inisiasi dividen. Hasil penelitiannya memberikan tambahan bukti empiris bahwa pengumuman inisiasi dividen mempunyai hubungan yang signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan reporter dan nonreporter dalam subsektor industri yang sama atau terdapat transfer informasi intra industri.

Aharony dan Swary (1980) dalam Santoso dan Nusantara (2004) meneliti pengaruh pengumuman dividen dan laba terhadap return pemegang saham. Hasil penelitiannya mereka membuktikan bahwa kebijakan dividen hanya menghasilkan return normal selama periode penelitian, sedangkan untuk perusahaan yang memiliki kebijakan dividen naik menunjukan adanya *abnormal*

return yang positif dan untuk dividen turun menghasilkan *abnormal return* negatif.

Sularso (2003), dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham ditunjukkan dengan masih diperolehnya *abnormal return* pada kelompok dividen naik yaitu pada hari ke-4 sebelum event date dan pada hari ke-5 setelah event date sedangkan pada kelompok dividen turun menunjukkan bahwa ada tiga hari bursa yang masih memberikan *abnormal return* yang signifikan yaitu pada hari ke-13 dan hari ke-2 sebelum event date serta pada hari ke-5 setelah event date.

Sujoko dan Hartono (2001) melakukan penelitian mengenai kandungan informasi dividen serta menguji efisiensi pasar secara keputusan. Data yang digunakan adalah data harga saham harian perusahaan yang membagikan dividen periode 1994-1996. Sampel yang digunakan adalah 150 perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dan dikelompokkan ke dalam empat sub yaitu emiten yang membagikan dividen naik, dividen naik secara konstan, dividen meningkat dan emiten mengalami pertumbuhan serta dividen meningkat tetapi emiten tidak mengalami pertumbuhan. Model yang digunakan adalah model Brown dan Warner dengan hasil penelitian bahwa dividen mengandung informasi, yang artinya investor menggunakan informasi pengumuman dividen untuk mengambil keputusan. Sedangkan pengujian efisiensi pasar menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta belum efisien secara keputusan, ini artinya investor BEJ belum canggih dan masih bisa dibodohi.

Pengembangan Hipotesis

Dalam teori *dividend signalling*, pengumuman perubahan dividen mempunyai kandungan informasi penting yang dapat mempengaruhi return saham, hal ini karena dividen mempunyai sinyal yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham. Jika dividen

berubah akan memberikan sinyal perubahan aliran kas masa depan. Jika pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Reaksi pasar ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*.

Menurut Firth (1996), pengumuman dividen ini ternyata tidak hanya mempengaruhi perdagangan dan harga saham perusahaan yang mengumumkan dividen tetapi juga perusahaan lain dalam industri yang sama yang tidak mengumumkan hal ini disebabkan karena suatu industri memiliki karakteristik yang hampir sama sehingga pengumuman suatu perusahaan memberikan informasi tentang keadaan ketidakpastian pada pesaingnya.

Arah dari pengaruh pengumuman perubahan dividen tergantung pada apakah informasi mempunyai efek *net contagion* atau *competitif*. Efek contagion merupakan akibat dari return perusahaan-perusahaan dalam suatu industri didorong dengan faktor-faktor yang umum seperti sejauh mana perusahaan-perusahaan dalam industri tersebut menggunakan input, output, proses produksi dan pasar tenaga kerja yang sama. Perubahan dividen suatu perusahaan dapat memberikan informasi tentang faktor-faktor tersebut dengan mendatangkan perubahan harga saham yang hampir sama untuk semua perusahaan dalam suatu industri. Demikian pula akan dihasilkan efek kompetitif apabila pengumuman perubahan dividen memberikan informasi tentang kemungkinan bahwa perusahaan pesaing akan mengubah dividennya dengan arah yang sama.

Penelitian transfer informasi intra industri yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta antara lain dilakukan oleh Trimeiningrum (1999). Penelitian ini menemukan bahwa investor perusahaan *nonreporter* pada saat perusahaan reporter mengumumkan kenaikan dividen mendapatkan *abnormal return* yang cukup berarti pada 5 hari setelah tanggal pengumuman kenaikan dividen oleh *reporter*. Sedangkan untuk penurunan dividen transfer informasi dalam industri yang sama terjadi

pada hari diumumkannya penurunan dividen dan 2 hari setelah pengumuman tersebut.

Berdasarkan hal tersebut maka diturunkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha1 :Pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter* berhubungan secara signifikan dengan *abnormal return* perusahaan *nonreporter* dalam subsektor industri yang sama.

Ha2 :Pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter* berhubungan secara signifikan dengan *abnormal return* perusahaan *nonreporter* dalam subsektor industri yang sama.

Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan penyebab timbulnya *abnormal return*. Ghosh dan Woolridge, (1988) dalam Yusnitasari (2003) menggunakan variabel besarnya perubahan dividen sebagai proksi bagi kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri dengan asumsi semakin besar perubahan semakin besar pula kandungan informasi yang diterima oleh investor.

Koher 1999 dalam (Yusnitasari, 2003) menguji berbagai variabel yang berkaitan dengan karakteristik industri, karakteristik perusahaan, dan keadaan lingkungan ekonomi dalam menentukan besarnya transfer informasi. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa untuk komisi deviden, *Cumulatif Abnormal Return* (CAR) perusahaan *reporter* mempunyai hubungan positif dengan CAR perusahaan *non reporter*. Semakin besar perusahaan *reporter* akan menghasilkan respon negatif yang semakin besar dari pesaingnya. Hipotesis yang akan diuji berkaitan dengan pengaruh besarnya perubahan deviden adalah :

Ha3 :Besarnya penurunan dividen perusahaan *reporter* berpengaruh terhadap

***kumulatif abnormal return* perusahaan *nonreporter*.**

Ha4 :Besarnya kenaikan dividen perusahaan *reporter* berpengaruh terhadap *kumulatif abnormal return* perusahaan *nonreporter*.

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang go publik yang terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian yaitu 2002-2004. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta antara Januari 2002-Desember 2004 yang aktif diperdagangkan selama periode uji penelitian, serta mempublikasikan perubahan (kenaikan atau penurunan) dividen (*reporter*) serta perusahaan-perusahaan *nonreporter* dalam subsektor industri yang sama. Metode penetapan sampel menggunakan “*purposive sampling*” yaitu pengambilan sampel sesuai dengan tujuan penelitian atau target penelitian sesuai dengan kriteria yang tertentu.

Kriteria sampel perusahaan *nonreporter* adalah sebagai berikut :

1. Sampel diambil dari perusahaan manufaktur yang terdapat pada kelompok industri yang memiliki minimal 5 perusahaan atau lebih dengan jenis produk akhir yang sama.
2. Perusahaan yang dijadikan sampel tidak mengumumkan dividen (*nonreporter*) pada periode jendela yang diamati.
3. Perusahaan sampel tidak mempunyai pengumuman spesifik perusahaan seperti pengumuman dividen, laba, merger, penawaran saham, stock dividen, dan lain-lain.

Kriteria sampel perusahaan *reporter* yaitu tidak memiliki pengumuman spesifik lainnya seperti laba, merger, penawaran saham, stock dividen dan lain-lain.

Pengumuman dividen yang digunakan adalah dividen kas bukan inisiasi dividen.

Jenis dan Sumber data

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang terdiri dari :

1. Data dividen per lembar saham, yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004-2005.
2. Data tanggal publikasi pengumuman dividen tahun 2002-2004. Data ini digunakan untuk menentukan tanggal pengumuman dividen tunai. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman dividen. Periode pengamatan yang pendek adalah untuk memperkecil terjadinya confounding efek.
3. Data harga saham harian yaitu enam hari sebelum tanggal pengumuman dividen, satu hari pada tanggal pengumuman dividen, dan lima hari setelah tanggal pengumuman dividen untuk masing-masing emiten sampel.
4. Data indeks harga saham gabungan harian tahun 2002-2004. Data ini digunakan untuk menghitung return pasar di sekitar dan saat pengumuman dividen tunai
5. Data penjualan bersih (net sales) perusahaan nonreporter 2002-2004. Data ini digunakan untuk menghitung ukuran perusahaan. Data penjualan bersih berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* 2002-2004.

Pada *event study*, periode pengamatan dibagi dua, yaitu periode estimasi (*estimated periode*) dan periode kejadian (*event periode*). Pada penelitian ini hanya menggunakan periode jendela karena menggunakan model pasar disesuaikan (*market adjusted model*).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Dividen, yaitu pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan yang ditahan sebagai

cadangan bagi perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham.

2. Harga saham, yaitu harga saham harian emiten sampel pada waktu penutupan.
3. Indeks Harga Saham Gabungan, merupakan indeks harga saham gabungan (IHSG) harian pada waktu penutupan.
4. *Return* sesungguhnya (*actual return*) merupakan return yang terjadi pada hari ke-t yang dihitung dengan rumus sbb:

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

Keterangan :

R_{it} = *Actual return* saham i hari ke-t

P_{it} = Harga saham i hari ke-t

P_{it-1} = Harga saham i hari ke t-1

5. *Return* pasar adalah tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor dimasa yang akan datang, yang dihitung dengan rumus sbb:

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

Rm_t = *Return* indeks pasar pada hari ke-t

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1

6. *Abnormal return* saham merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya (*actual return*) terjadi terhadap return normal (Hartono, 2003), yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - Rm_t$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$: *abnormal return* saham ke-i pada saat pengamatan ke-t

$R_{i,t}$: *actual return* saham ke-i pada saat pengamatan ke-t

R_{m_t} : *expected return* saham pada saat pengamatan ke-t

Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis I dan II

Pengujian hipotesis I dan II dilakukan untuk mendeteksi reaksi pasar modal terhadap pengumuman perubahan (kenaikan atau penurunan) dividen di pasar modal. Hipotesis I dan II akan menggunakan uji t dua arah (*two tail test*) untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* dalam peristiwa pengumuman dividen tunai. Uji t dua sisi digunakan karena *abnormal return* mempunyai dua arah, yaitu positif dan negatif. Adapun prosedur pengujian hipotesis I dan II dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Menentukan besarnya perubahan dividen per lembar saham masing-masing perusahaan sampel, dan dikelompokkan sesuai kategori yang telah disyaratkan:

$$\Delta DPS = DPS_i - DPS_{i-1}$$

$\Delta DPS = \text{Perubahan dividen per lembar saham}$

2. Langkah-langkah dalam menghitung *abnormal return* saham (Hartono, 2003: 433) adalah sebagai berikut :

- Menghitung *actual return* tiap-tiap saham (R_{it})

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

Keterangan :

R_{it} = *Actual return* saham i hari ke-t

P_{it} = Harga saham i hari ke-t

P_{it-1} = Harga saham i hari ke t-1

- Menghitung *return* indeks saham gabungan

$$R_{m_t} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{m_t} = *Return* indeks pasar pada hari ke-t

IHSG_t = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t

IHSG_{t-1} = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1

- Dengan demikian *abnormal return* dapat dihitung dengan rumus :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m_t}$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$: *abnormal return* saham ke-i pada saat pengamatan ke-t

$R_{i,t}$: *actual return* saham ke-i pada saat pengamatan ke-t

R_{m_t} : *expected return* saham pada saat pengamatan ke-t

3. Menghitung return tidak normal rata-rata (*Average Abnormal Return/AAR*)

$$AAR_t = \sum_{i=1}^k AR_{it}$$

4. Mengetahui CAR (*Cumulative Abnormal Return*) secara harian untuk tiap-tiap sekuritas

$$CAR = \sum_{t=-5}^{t=5} AR_{it}$$

5. Menghitung signifikansi *abnormal return*

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{KSE}$$

Kesalahan standar estimasi ditentukan berdasarkan *deviasi standart return* selama periode estimasi dengan nilai standar yang digunakan adalah nilai return rata-rata dan dihitung dengan cara :

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{t_2} (R_{it} - \bar{R}_i)^2}{T_i - Z}}$$

$$SAAR_{it} = \frac{I}{\sqrt{K}} \sum_{i=1}^K SAR_{it}$$

Keterangan:

SAR_{it} : *standardized abnormal return* saham-i hari ke-t

AR_{it} : *abnormal return* saham-i pada hari ke-t

KSE_{it} : kesalahan standar estimasi sekuritas i
 R_{it} : *actual return* saham i pada hari ke t
 \bar{R}_i : rata-rata *return* sekuritas ke- i selama periode estimasi
 $T1-T2$: jumlah hari di periode estimasi yaitu, dari hari ke t_1 sampai dengan ke t_2
 K : jumlah seluruh saham perusahaan yang diamati
 $SAAR_{it}$: *standardized average abnormal return* saham- i hari ke- t

6. Menentukan tingkat signifikan $\alpha = 5\%$ dan atau 1% dengan $df = n-1$
 7. Menghitung t_{hitung} pada periode penelitian (Hartono, 2003)
- t_{hitung} untuk masing-masing *return* tidak normal sekuritas ke- i pada hari ke- t

$$t_h = \frac{SAR_{it}}{\sqrt{K}}$$

Pengujian Hipotesis III dan IV

1. Pengujian Normalitas data

Untuk mengukur distribusi suatu data yang tidak normal maka dalam penelitian ini digunakan rasio Skewness. Jadi kenormalan suatu data dapat dilihat dari perbandingan nilai Skewness dengan standar Error of Skewness, dengan nilai perbandingan $-1,96 <$ rasio Skewness $< 1,96$.

2. Pengujian asumsi klasik regresi

a. Multikolinearitas

Multikolinearitas mempunyai arti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti diantara beberapa variabel atau semua variabel bebas dalam regresi, konsekuensinya adanya multikolinearitas adalah koefisien regresi variabel tertentu atau dan kesalahan menjadi tidak terhingga.

b. Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi antara anggota-anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam *time series*) atau ruang (seperti data *cross section*).

c. Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas, dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas.

3. Regresi linear, model regresi yang digunakan adalah

$$CAR_j = \beta_0 + \beta_1 PERDIV_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 STATUS_j$$

keterangan:

CAR_j : *cumulative abnormal return* perusahaan *nonreporter* dalam subsektor industri yang sama selama periode jendela yaitu hari -5 sampai hari $+5$.

$PERDIV_i$: besarnya perubahan dividen (penurunan dan kenaikan) yang diumumkan perusahaan *reporter*.

Perubahan dividen diperoleh dengan membandingkan dividen pada periode ke- t dengan periode sebelumnya dengan rumus berikut :

$$PERDIV_i =$$

$$DPS_t - DPS_{t-1}$$

$SIZE$: ukuran perusahaan *nonreporter* yang diprosikan dengan net sales perusahaan yang merupakan variabel control.

$STATUS_j$: dummy variable yang menyatakan apakah perusahaan *nonreporter* sebelum periode jendela sudah mengumumkan dividen atau belum. Variable dummy ini merupakan variable control. Nilai 1 untuk perusahaan yang belum mengumumkan dividen dan 0 untuk yang sudah mengumumkan.

Analisis Data dan Pembahasan

Sampel Penelitian

Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan, didapatkan 15 perusahaan sampel reporter pengumuman kenaikan dividen dan 15 perusahaan sampel perusahaan

reporter pengumuman penurunan dividen. Dari 15 perusahaan reporter terdapat 119 perusahaan nonreporter kenaikan dividen dan 112 perusahaan nonreporter penurunan dividen. Kriteria sampling dalam penelitian ini dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 1
Sampel Penelitian

Keterangan	Penurunan Dividen	Kenaikan Dividen
Perusahaan yang mengumumkan perubahan dividen	49	52
Data tidak lengkap	(28)	(29)
Confounding afek	(0)	(1)
Jumlah	21	22
Perusahaan reporter yang tidak mempunyai jumlah nonreporter yang mencukupi setelah penyeleksian perusahaan nonreporter	(6)	(7)
Jumlah akhir sampel reporter	15	15

Keterangan	Penurunan Dividen	Kenaikan Dividen
Perusahaan nonreporter yang berada pada subsektor yang sama dengan 15 perusahaan reporter	144	
Perusahaan reporter yang berada pada subsektor industri yang sama dengan 15 perusahaan		178
Data tidak lengkap	(28)	(51)
Perusahaan yang terdapat <i>counfounding effect</i>	(2)	(6)
Perusahaan nonreporter yang mengumumkan pada periode jendela perusahaan reporter	(2)	(2)
Jumlah akhir sampel non reporter	112	119

Statistik Deskriptif

Dalam analisis ini akan diuraikan hasil analisis diskriptif *average abnormal return* perusahaan *reporter* dan *non reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen maupun perusahaan *reporter* dan *non reporter* yang mengumumkan penurunan dividen. Selain itu juga akan dideskripsikan nilai penurunan atau kenaikan dividen, besarnya perusahaan berdasarkan *net sales* dan status perusahaan dikelompokkan berdasarkan waktu pengumuman dividen perusahaan non reporter. Nilai akumulatif

abnormal return (AARit) perusahaan non reporter pengumuman penurunan dividen disajikan pada tabel 2 berikut ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif AARit Perusahaan Non Reporter yang Mengumumkan Penurunan dividen

Hari	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
H_5	112	-.0828	.4968	.009731	.0740810
H_4	112	-.2400	.1632	-.008061	.0549537
H_3	112	-.1341	.1717	.006054	.0364260
H_2	112	-.1537	.1427	-.002667	.0382006
H_1	112	-.1201	.3383	.002902	.0571348
H0	112	-.1507	.3153	.004403	.0483280
H1	112	-.2475	.3359	-.001560	.0578683
H2	112	-.2897	.3330	.001422	.0698357
H3	112	-.2508	.1370	-.002523	.0455856
H4	112	-8.7397	.3300	-.542282	2.1264970
H5	112	-.1592	.8993	.052684	.2233386

Berdasarkan tabel 2 diketahui bahwa nilai minimum *average abnormal return* perusahaan *non reporter* yang mengumumkan penurunan dividen terjadi pada hari +4 yaitu sebesar -0,542282 yang menunjukkan bahwa perusahaan yang bersangkutan mengalami penurunan harga saham yang lebih tajam dibandingkan dengan penurunan harga saham di pasar. Nilai tertinggi terjadi pada hari +5 yaitu positif sebesar 0,052684 yang menunjukkan bahwa perusahaan yang bersangkutan mendapatkan reaksi positif lebih tinggi dibandingkan dengan reaksi dalam level keseluruhan industri (*market*).

Nilai akumulatif abnormal return (AARit) perusahaan non reporter yang mengumumkan kenaikan dividen disajikan pada tabel 3 berikut ini.

Tabel 3
Statistik Deskriptif AARit Perusahaan Non Reporter yang Mengumumkan Kenaikan Dividen

Hari	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
H_5	119	-.1515	.0653	-.007983	.0277317
H_4	119	-.1341	.1965	-.003761	.0401681
H_3	119	-.1740	.1579	.007457	.0425285
H_2	119	-.2215	.2418	-.000284	.0484810
H_1	119	-.2687	.1527	.002250	.0465203
H0	119	-.2578	.1335	-.003493	.0468312
H1	119	-.1354	.4295	.005730	.0651659
H2	119	-.7082	6.6163	.053852	.6118301
H3	119	-.1537	.1395	.002055	.0387341
H4	119	-.1396	.1838	.004069	.0445463
H5	119	-.2541	.3621	.000645	.0537620

Berdasarkan tabel 3 tersebut dapat diketahui bahwa nilai rata-rata terendah *abnormal return* perusahaan non reporter pengumuman kenaikan dividen terjadi pada hari -5 sebesar -0,007983, dan nilai rata-rata tertinggi terjadi pada hari +2. sebesar 0,053852, namun demikian kenaikan *abnormal return* ini lebih disebabkan oleh peningkatan tajam harga saham secara individual yang terjadi PT. Petrochem Industries, Tbk.

Statistik deskriptif penjualan, penurunan dividen, dan kumulatif *abnormal return* disajikan pada tabel 4 berikut ini:

Tabel 4
Statistik Deskriptif Penurunan Dividen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Netsales	112	24629	3795935	928569,767	893987,437
PERDIV	112	-79910	-.6000	-7746,084	20727,3180
CAR	112	-7,902	0,8443	-0,4798	1,91562

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa nilai rata-rata penjualan perusahaan nonreporter perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen adalah sebesar Rp.928.569,767. Nilai rata-rata penurunan dividen adalah sebesar 7.746,084 dan nilai CAR adalah sebesar -0,479896

Created with

yang menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap perusahaan nonreporter perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen adalah negatif.

Statistik deskriptif untuk pengumuman dividen perusahaan nonreprter pada saat pengumuman penurunan dividen perusahaan reporter disajikan pada tabel 5 berikut ini.

Tabel 5
Pengumuman Dividen Perusahaan Nonreporter pada saat Pengumuman Penurunan Dividen Perusahaan Reporter

Deskripsi	Frekuensi	Minimum
Sudah Mengumumkan dividen	7	6,3
Belum Mengumumkan dividen	105	93,8
Total	112	100

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa perusahaan nonreporter yang belum mengumumkan dividen pada saat perusahaan reporter melakukan pengumuman penurunan dividen adalah lebih banyak (93,6%) dibandingkan dengan yang sudah mengumumkan (hanya sebesar 6,3%).

Statistik deskriptif penjualan, kenaikan dividen, dan kumulatif *abnormal return* disajikan pada tabel 6 berikut ini.

Tabel 6
Statistik Deskriptif Kenaikan Dividen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Netsales	119	20443	44344572	1817079,93277	5201437,418
PERDIV	119	2	38254	7996,7504	12603,1989
CAR	119	-0,7255	6,7202	0,060538	0,62826

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa nilai rata-rata penjualan perusahaan

adalah sebesar Rp. 1.817.079,923. Nilai peningkatan rata-rata dividen adalah sebesar Rp.7.996 dan nilai CAR adalah sebesar 0,0605 yang menunjukkan bahwa pasar memberikan respon positif terhadap saham-saham perusahaan non reporter perusahaan yang melakukan pengumuman kenaikan dividen.

Sementara itu pengumuman dividen perusahaan nonreprter pada saat pengumuman kenaikan dividen perusahaan reporter disajikan pada tabel 7 berikut ini.

Tabel 7
Pengumuman Dividen Perusahaan Nonreporter pada saat Pengumuman Kenaikan Dividen Perusahaan Reporter

Deskripsi	Frekuensi	Minimum
Sudah Mengumumkan dividen	4	3,4
Belum Mengumumkan dividen	115	96,6
Total	119	100

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa perusahaan nonreporter yang belum mengumumkan dividen pada saat perusahaan reporter melakukan pengumuman kenaikan dividen adalah lebih banyak (96,6%) dibandingkan dengan yang sudah mengumumkan (hanya sebesar 3,4%).

Pengujian Normalitas dan Asumsi Klasik

Hasil pengujian distribusi normalitas *disturbance error* dengan menggunakan metode *Skeweness* dengan 112 data untuk model hipotesis 3 dan 119 data untuk model hipotesis 4 didapatkan nilai *Z Skweeness* sebesar -15,298 dan 45,385. Kedua nilai *Z skeweness* tersebut tidak berada diantara range $-1,96 < Z < 1,96$, sehingga distribusi residual dinyatakan tidak normal. Setelah dilakukan transformasi dengan menghilangkan outliers, dari 103 data untuk model hipotesis 3 dan 113 data untuk

Created with

model hipotesis 4 didapatkan nilai *Z Skweeness* sebesar -0,679 dan -0,329. Kedua nilai tersebut berada diantara range $-1,96 < Z Skweeness < 1,96$, sehingga distribusi residual dinyatakan normal.

Hasil pengujian multikolinieritas disajikan pada tabel 8. Dari tabel tersebut diketahui bahwa dalam kedua model tidak terjadi masalah multikolinieritas. Hal ini dilihat dari nilai VIF kedua model < 10 .

Tabel 8
Uji Multikolinieritas Model H3 dan H4

Model H3		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	PERDIV	.994	1.006
	SIZE	.977	1.024
	STATUS	.974	1.027
Model H4		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	PERDIV	.991	1.009
	SIZE	.983	1.018
	STATUS	.980	1.020

Hasil pengujian asumsi autokorelasi dengan menggunakan uji *Darbin-Watson* diperoleh nilai DW sebesar 1,851 untuk model H3 dan 1,762 untuk model H4. Dengan jumlah data sebanyak 103 dan 113 dan variabel independen sebanyak 3 variabel dengan metode uji *one tailed* diperoleh nilai $d_l = 1,55$ dan $d_u = 1,67$. Maka kedua model masuk dinyatakan tidak terdapat masalah autokoreklasi dalam persamaan regresi.

Hasil pengujian asumsi heterokedastisitas dengan uji *Glejser* diperoleh hasil seperti yang disajikan di tabel 9.

Tabel 9
Uji Heterokedastisitas Model H3 dan H4

Model H3		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.052	.025		2.056	.042
	PERDIV	2.092E-07	.000	.074	.738	.462
	SIZE	-5.089E-09	.000	-.076	-.757	.451
	STATUS	.023	.024	.094	.930	.355
Model H4		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.032	.035		.921	.359
	PERDIV	2.326E-07	.000	.043	.455	.650
	SIZE	-1.058E-09	.000	-.084	-.874	.384
	STATUS	.034	.035	.093	.975	.332

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa sebaran *variance* bersifat homokedastisitas yang dibuktikan dengan nilai signifikansi uji *Glejser* lebih besar dari 0,05.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis 1 (satu) yang bertujuan untuk menguji apakah pengumuman penurunan dividen berhubungan dengan *abnormal return* perusahaan non reporter, disajikan pada tabel 8 berikut ini.

Tabel 10
Hasil Pengujian Hipotesis 1 dengan
One-Sample Test

Hari	Test Value = 0		
	AARit	Sig	t hitung
H_5	.009731	.167	1.390
H_4	-.008061	.123	-1.552
H_3	.006054	.081	1.759
H_2	-.002667	.462	-.739
H_1	.002902	.592	.538
H0	.004403	.337	.964
H1	-.001560	.776	-.285
H2	.001422	.830	.215
H3	-.002523	.559	-.586
H4	-.542282	.008**	-2.699
H5	.052684	.014*	2.496

Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa selama periode hanya pada hari +4 (dengan nilai signifikansi sebesar $0,008 < 0,01$) dan +5 (dengan nilai signifikansi sebesar $0,014 < 0,05$) yang menghasilkan nilai *abnormal return* signifikan. Dengan demikian disimpulkan bahwa transfer informasi hanya terjadi pada hari +4 dan +5. Terjadinya transfer informasi yang lamban menunjukkan bahwa dilihat dari sudut pandang efisiensi pasar secara informasi maupun secara keputusan, BEJ adalah sebuah pasar berbentuk *weak form*. Namun demikian reaksi yang tidak konsisten (negatif pada hari +4 dan positif pada hari +5) mengindikasikan bahwa pasar memberikan reaksi yang tidak konsisten terhadap adanya sebuah informasi. Reaksi yang *volatile* ini mungkin diakibatkan pengelolaan informasi yang tidak akurat dan detail oleh investor satu dan investor lainnya.

Hasil Pengujian hipotesis 2 (dua) yang bertujuan untuk menguji apakah pengumuman kenaikan dividen berhubungan dengan *abnormal return* perusahaan non reporter disajikan pada tabel 9 berikut ini.

Tabel 11
Hasil Pengujian Hipotesis 2 dengan
One-Sample Test

Hari	Test Value = 0		
	AARit	Sig	t
H_5	-.007983	.002**	-3.140
H_4	-.003761	.309	-1.021
H_3	.007457	.058	1.913
H_2	-.000284	.949	-.064
H_1	.002250	.599	.528
H0	-.003493	.417	-.814
H1	.005730	.339	.959
H2	.053852	.339	.960
H3	.002055	.564	.579
H4	.004069	.321	.996
H5	.000645	.896	.131

Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa selama periode hanya pada hari -5 (dengan nilai signifikansi sebesar $0,002 < 0,01$) yang menghasilkan nilai *abnormal return* signifikan. Dengan demikian disimpulkan bahwa transfer informasi hanya terjadi pada lima hari sebelum pengumuman dividen meningkat dilakukan. Adanya reaksi pada lima hari sebelum pengumuman dilakukan mungkin diakibatkan oleh spekulasi sebagian investor yang memiliki informasi lebih (*inform trader*) yang mungkin didapatkan dari para analis keuangan. Informasi tersebut kemudian dikelola dan dianalisis secara detail untuk mendapatkan capital gain dari perdagangan. Namun demikian pada hari berikutnya menunjukkan tidak terjadinya reaksi, hal ini mungkin berkaitan dengan terjadinya penyebaran informasi secara luas dan pemahaman terhadap informasi yang seragam terhadap pengumuman kenaikan dividen.

Hasil pengujian hipotesis 3 (tiga) yang bertujuan untuk menguji apakah besarnya penurunan dividen perusahaan reporter berpengaruh terhadap nilai *cumulatif abnormal return* perusahaan non reporter disajikan pada tabel 10 berikut ini.

Tabel 12
Hasil Uji H3

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-.054	.038		-1.439	.153
PERDIV	-1.570E-07	.000	-.036	-.370	.712
SIZE	2.046E-08	.000	.202	2.036	.044
STATUS	.030	.036	.083	.833	.407

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa *magnitude* atau besarnya penurunan dividen tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan non reporter (hal ini bisa dilihat dari nilai sinifikansi sebesar $0,712 > 0,05$). Variabel kontrol *size* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,044 < 0,05$ dengan demikian disimpulkan bahwa *size* berpengaruh signifikan terhadap return saham. Sedangkan status perusahaan juga tidak terbukti mempengaruhi return dengan nilai signifikansi uji sebesar $0,407 > 0,05$.

Sementara itu hasil pengujian hipotesis 4 (empat) yang bertujuan untuk menguji apakah besarnya kenaikan dividen perusahaan reporter berpengaruh terhadap nilai *cumulatif abnormal return* perusahaan *non reporter* disajikan pada tabel 11 berikut ini.

Tabel 13
Hasil Uji H4

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-.035	.049		-.718	.474
PERDIV	6.081E-07	.000	.081	.846	.399
SIZE	1.453E-09	.000	.082	.854	.395
STATUS	.039	.049	.077	.805	.423

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa besaran kenaikan dividen tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan non reporter (dengan nilai signifikansi sebesar $0,399 > 0,05$). Dari tabel

di atas juga diketahui kedua variabel kontrol juga tidak signifikan mempengaruhi besarnya *abnormal return* (dengan nilai signifikansi sebesar 0,395 untuk variabel *size* dan sebesar 0,423 untuk variabel *status*). Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman kenaikan dividen tidak berdampak pada harga saham perusahaan-perusahaan yang ada dalam sub sektor yang sama.

Pembahasan

Hasil uji hipotesis satu penelitian membuktikan bahwa hanya pada hari +4 dan +5 *abnormal return* perusahaan non reporter pengumuman penurunan dividen signifikan, yang menunjukkan bahwa transfer informasi intraindustri hanya terjadi pada hari +4 dan +5. Hasil ini mendukung penelitian Yusnitasari (2003) yang membuktikan bahwa transfer informasi hanya terjadi pada hari -2 dan +4.

Reaksi yang negatif pada hari keempat pada penelitian ini mengindikasikan bahwa pada hari keempat terjadi *efek contagion* yang berarti terjadi penularan yang dialami oleh perusahaan nonreporter. Penurunan dividen ini dianggap sebagai sinyal adanya suatu penurunan kinerja perusahaan reporter yang juga menular pada perusahaan nonreporter. Hal ini dapat dilihat dari *abnormal return* yang negatif. Reaksi yang positif pada hari berikutnya menunjukkan terjadinya efek kompetitif yang berarti terjadi persaingan antara perusahaan nonreporter dalam industri yang sama dengan perusahaan reporter. Adanya reaksi yang berlawanan ini dapat disebabkan oleh perusahaan nonreporter mempunyai posisi kompetisi sehingga informasi penurunan dividen tidak mempunyai pengaruh yang negatif. Hasil ini mendukung hasil penelitian Setyorini (2004) dan Sularso (2003) yang membuktikan adanya reaksi pasar akibat adanya perubahan dividen. Namun demikian reaksi yang tidak konsisten (negatif pada hari

keempat dan positif pada hari kelima) mengindikasikan adanya investor yang jeli dan memanfaatkan penurunan harga saham pada hari sebelumnya untuk mendapatkan keuntungan pada hari berikutnya. Analisis ini mungkin didasari pada bukti empirik di pasar modal bahwa saham akan mengalami pembalikan harga setelah mengalami penurunan atau kenaikan tajam pada hari sebelumnya.

Hasil uji hipotesis dua membuktikan bahwa dari 11 hari periode jendela hanya pada hari -5 terjadi transfer informasi pengumuman dividen meningkat ke perusahaan yang bergerak dalam sektor yang sama. Reaksi yang negatif pada hari tersebut mengindikasikan adanya efek kompetitif yang artinya terjadi persaingan antara perusahaan nonreporter dalam industri yang sama dengan perusahaan reporter. Hal ini membuktikan bahwa investor berhati-hati dalam mensikapi informasi yang ada. Mereka cenderung selektif dengan menentukan media investasi yang tepat tanpa terpengaruh oleh informasi umum mengenai kondisi atau kinerja sebuah sektor industri. Hasil ini juga mendukung hasil penelitian Setyorini (2004) yang menyatakan bahwa pengumuman dividen berhubungan dengan *abnormal return* perusahaan nonreporter pada subsektor industri yang sama. Reaksi yang lebih awal sebelum pengumuman dilakukan ini mungkin diakibatkan adanya spekulasi dari para pemegang saham yang memiliki informasi yang superior dibandingkan dengan investor lainnya.

Hasil uji hipotesis tiga membuktikan bahwa pengumuman penurunan dividen tidak signifikan mempengaruhi *cumulatif abnormal return* perusahaan nonreporter yang menunjukkan bahwa pengumuman penurunan dividen tidak direspon negatif oleh pasar. Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian Aharony dan Swary, (1980) dalam Santoso dan Nusantara (2004) yang menyatakan bahwa pengumuman penurunan dividen akan direspon negatif oleh pasar.

Tidak adanya pengaruh yang signifikan mengindikasikan bahwa informasi penurunan dividen menyebar secara luas dan ditelaah sama oleh investor, sehingga tidak ada investor yang bisa mendapatkan keuntungan dari adanya informasi penurunan dividen.

Hasil pengujian hipotesis empat membuktikan bahwa kenaikan dividen tidak berpengaruh terhadap *cumulatif abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hasil ini memperkuat hasil pengujian hipotesis satu dan dua yang membuktikan bahwa transfer informasi tidak sepenuhnya terjadi pada perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sub sektor yang sama. Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian Aharony dan Swary, (1980) dalam Santoso dan Nusantara (2004) bahwa pengumuman kenaikan dividen akan menghasilkan *abnormal return* positif. Tidak adanya pengaruh besarnya penurunan atau kenaikan dividen terhadap *cumulatif abnormal return* merupakan konsekuensi atas tidak terjadinya transfer informasi.

Kesimpulan, Keterbatasan dan Implikasi

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah pengumuman dividen tunai yang dilakukan oleh perusahaan di BEJ periode 2002-2004 memiliki kandungan informasi. Hasil pengujian hipotesis satu menunjukkan bahwa pada pengumuman penurunan dividen terjadi transfer informasi intra industri yang mempunyai efek *contagion* atau efek yang menular pada perusahaan nonreporter yang terjadi pada hari +4 yang ditunjukkan dengan *abnormal return* yang negatif. Di samping itu terjadi efek *kompetitif* atau terjadi adanya suatu persaingan antara perusahaan reporter dan perusahaan nonreporter pada hari +5 dengan nilai signifikansi sebesar 0,014 dan *abnormal return* positif, yang menunjukkan bahwa penurunan dividen pada perusahaan reporter tidak mempunyai pengaruh yang negatif pada perusahaan nonreporter.

Created with

Pada pengumuman kenaikan dividen terjadi transfer informasi intra industri yang mempunyai efek *kompetitif* pada hari -5 dan *abnormal return* yang negatif. *Abnormal return* yang negatif ini menunjukkan bahwa kenaikan dividen perusahaan reporter mempunyai pengaruh yang negatif pada perusahaan nonreporter. Hal ini membuktikan bahwa investor berhati-hati dalam menyikapi informasi yang ada.

Besarnya penurunan dividen tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan non reporter. Variabel kontrol size signifikan mempengaruhi *abnormal return*, sedangkan variabel status tidak signifikan mempengaruhi *abnormal return*. Tidak adanya pengaruh yang signifikan mengindikasikan bahwa informasi penurunan dividen menyebar secara luas dan ditelaah sama oleh investor, sehingga tidak ada investor yang bisa mendapatkan keuntungan dari adanya informasi penurunan dividen.

Besarnya kenaikan dividen tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan non reporter. Variabel kontrol size tidak signifikan mempengaruhi *abnormal return*. Variabel status juga tidak signifikan mempengaruhi *abnormal return*. Hasil ini memperkuat hasil pengujian hipotesis satu dan dua yang membuktikan bahwa transfer informasi tidak sepenuhnya terjadi pada perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sub sektor yang sama.

Keterbatasan dan Implikasi

Dari hasil penelitian ini peneliti mendapatkan beberapa keterbatasan yaitu: 1) periode penelitian yang relatif pendek, sehingga kurang tepat untuk digeneralisasi khususnya untuk justifikasi jangka panjang dan 2) penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan yang bergerak dalam sektor manufaktur, sehingga diperlukan kehati-hatian dalam menggunakan hasil penelitian ini untuk perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sektor lainnya.

Peneliti yang akan datang diharapkan memperpanjang periode penelitian dengan harapan didapatkan rekomendasi penelitian yang lebih reliabel. Peneliti lain juga diharapkan meneliti kembali dengan menambahkan perusahaan yang berada di sektor non manufaktur sehingga didapatkan hasil penelitian yang lebih general. Penambahan variabel kontrol juga diharapkan untuk pengujian hipotesis tiga dan empat (risiko dan profitabilitas) sehingga dihasilkan rekomendasi yang lebih spesifik mengenai transfer informasi intra industri.

Daftar Pustaka

- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in Hand Fallacy. *Journal of Economics*, Vol. 10, Spring p.259-270.
- Brigham, F. Dan Houston. 2000. *Managemen Keuangan 2*. Erlangga, Jakarta.
- Hartono, Jogyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE, Yogyakarta.
- _____ dan Sujoko. 2001. Analisis Kandungan Informasi Dividend dan Ketepatan Reaksi Pasar. *Jurnal Widaya Manajemen dan Akuntansi*, vol. 1, no. 2, h. 42-69.
- Husnan, Suad. 2001. *Manajemen Keuangan, Teori, dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE, Yogyakarta.
- Kohers, N. 1999. The Industry-wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcements and the Determinants of Information Transfer. *The Financial Review*, p. 137-158
- Pettit, R. Richardson. 1972. Dividen Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*, vol. 127, no. 5.

- Ross, S. 1977. Some Notes on Financial Incentive-Signalling Model, activity Choice, and Risk Preference. *Journal of Finance*, no. 33, p. 777-792.
- Santosa dan Agung Nusantara. 2004. Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Abnormal Return pada Saham Perusahaan Aktif di BEJ Tahun 2001. *Telaah Manajemen*, vol. 1, no. 2.
- Schipper, K. 1990. Commentary on Information Transfer. *Accounting Horizon*, December, p. 97-107.
- Setyorini, Christina Tri. 2004. Transfer Informasi Intra Industri Efek Pengumuman Inisiasi Dividen oleh Perusahaan Reporter. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, vol. 4, no. 1.
- Sutjipto. 1995. Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Tesis S2 UGM*.
- Sujoko. 2001. Reaksi Pasar: Pengujian terhadap Dividend Signalling Theory, Studi Empiris di BEJ. *Tesis S2 UGM*.
- Sularso, Andi. 2003. Dampak Pengumuman Dividen terhadap Harga (Return) Saham Sebelum dan Sesudah Ex Dividen Date. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, vol. , no. .
- Trimeiningrum, Eny. 1999. Pengaruh Pengumuman Perubahan Dividen terhadap Return Saham Perusahaan Reporter dan Non-Reporter dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa Efek Jakarta. *Tesis S2, UGM Yogyakarta*.
- Wooldridge, J. R. 1982. The Information Content of Dividends Canges. *Journal of Financial Research*. no. 5, p. 237-247.
- Yusnitasari, Emilia Frida. 2003. Transfer Informasi Intra Industri di Sekitar Pengumuman Perubahan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 2, no. 2.