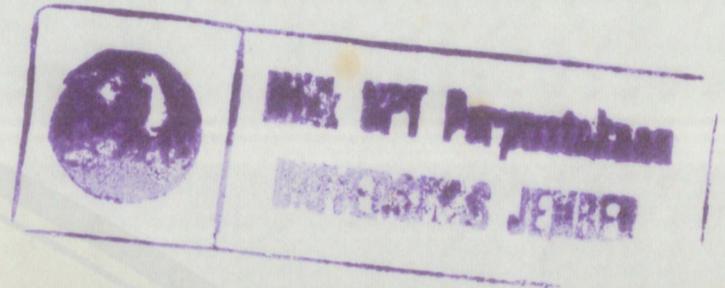
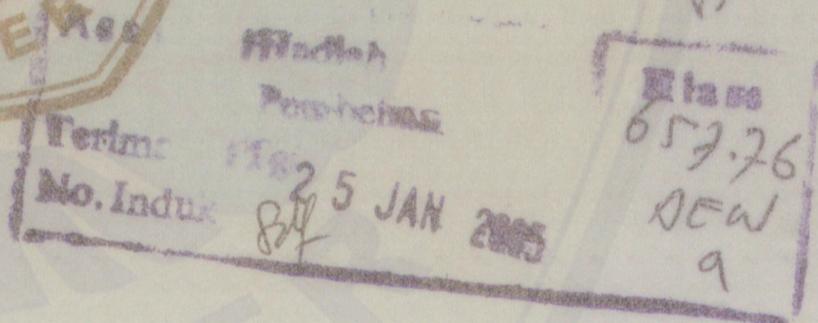


**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN  
TERHADAP HARGA SAHAM DAN VOLUME  
PERDAGANGAN SAHAM  
(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTED  
DI BURSA EFEK JAKARTA)**

**SKRIPSI**



Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Guna Memperoleh  
Gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi  
Universitas Jember



Oleh :

**NAZMAH AULIANI DEWI**

**NIM : 000810301107**

**S1 AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS JEMBER  
2004**

**JUDUL SKRIPSI**

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN TERHADAP HARGA SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTED DI BUSA EFEK JAKARTA)**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Nazmah Auliani Dewi

N.I.M : 000810301107

Jurusan : Akuntansi / S-1

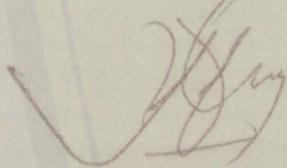
Telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

23 Oktober 2004

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar Sarjana dalam Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Panitia Penguji

Ketua,



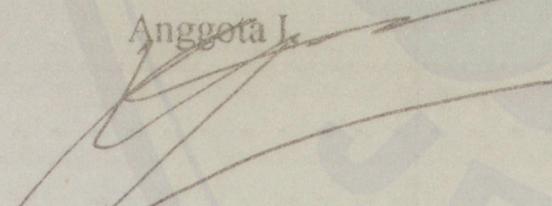
Drs. Sudarno, M.Si, Ak  
NIP. 131 832 327

Sekretaris,



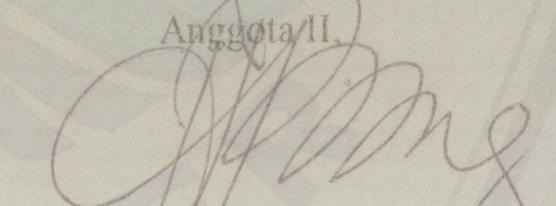
Alfi Arief, SE, Ak  
NIP. 132 232 793

Anggota I,



Dra. Yosefa Sayekti, M.Com, Ak  
NIP : 131 884 898

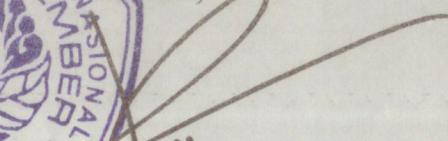
Anggota II,



Dra. Ririn Amadariyani, M.Si, Ak  
NIP : 132 002 081



Mengetahui/Menyetujui  
Universitas Jember  
Fakultas Ekonomi  
Dekan,



H. Sarwedi, MM  
NIP. 131 276 658

LEMBAR PERSETUJUAN

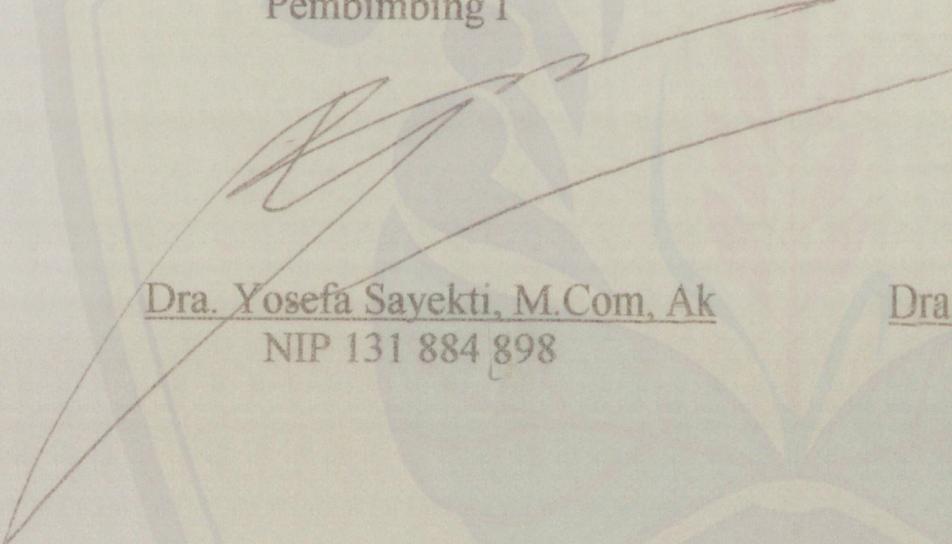
**Judul Skripsi** : Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed di Bursa Efek Jakarta)

**Nama** : Nazmah Auliani Dewi

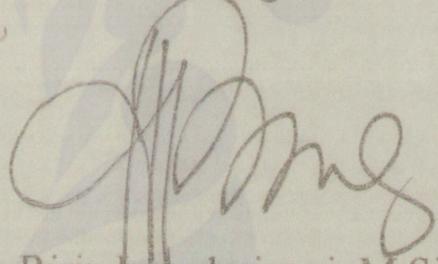
**NIM** : 000810301107

**Jurusan** : S-1 Akuntansi

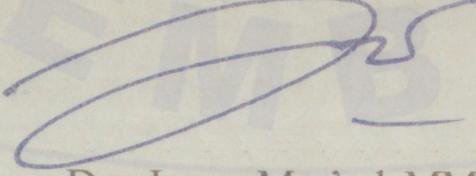
Pembimbing I

  
Dra. Yosefa Sayekti, M.Com, Ak  
NIP 131 884 898

Pembimbing II

  
Dra. Ririn Irmadariyani, M.Si, Ak  
NIP 132 002 081

Ketua Jurusan Akuntansi

  
Drs. Imam Mas'ud, MM, Ak  
NIP. 131 832 326

Tanggal Persetujuan : 18 Oktober 2004

Dedicated to all people who bring colour to my life:

- ✧ Allah SWT for his blessing, love, and guidance.
- ✧ IN memoriam Mbah Kakung (you always gave me strenght and all of your love, care and protection) I LOVE U SO MUCH.
- ✧ My Mbah Putri thank for your care, love, and your pray.
- ✧ Mom, thanks for being my best mom I had ever have, we'll always share all the happyness and sadness as before. You always be a candle in the darkness.
- ✧ Papa, I know you always love and care me even though we are far away, thanks for your spirit, pray, and care.
- ✧ My beloved almamater, Universitas Jember.

# *Motto*

## **Allaa bidzibrillahi tahtmainnul quluub**

“Ingatlah, hanya dengan mengingat Allah-lah hati menjadi tenteram”

(QS ar-Ra’d [13]: 28).

## **Iyyaaka na’budu wa iyyaaka nasta’iin.**

“Hanya kepada Engkau kami menyembah dan hanya kepada Engkau kami mohon pertolongan” (QS Al Faatihah:5).

“Jangan menghindari masalah, tetapi hadapilah. Dengan menghindarinya, masalah tidak akan pernah selesai “ (Nazmah Auliani Dewi).

## ABSTRAKSI

Penelitian ini merupakan *event study* yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan suatu pengumuman. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *return* dan *trading volume activity*, sedangkan peristiwa yang diuji adalah pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar yaitu harga saham dan volume perdagangan saham. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh adanya *average abnormal return* (AARt) di sekitar tanggal pengumuman dividen, apakah terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan oleh adanya *average unexpected trading volume* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen dan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara volume perdagangan dengan harga saham yang ditunjukkan oleh adanya korelasi yang signifikan *antara average unexpected trading volume* dengan *average abnormal return*.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah go publik dan listing di BEJ sampai tahun 2002. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 24 perusahaan. Alat uji yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Kolmogorov-Smirnov*, *One Sample T-Test* dan uji korelasi Pearson yang pengerjaannya dibantu dengan program SPSS 10.0 for Windows.

Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini didapat nilai probabilitas AARt sebesar 0,827 dan CAARt sebesar 0,816. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat *average abnormal return* (AARt) dan *Cumulative average abnormal return* (CAARt) yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen. Pengujian terhadap hipotesis kedua didapat nilai probabilitas AUTVt sebesar 3,973 dan CAUTVt sebesar 5,770 yang berarti terjadi AUTVt dan CAUTVt yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Pengujian terhadap hipotesis ketiga didapat angka signifikansi sebesar 0,980 yang berarti perubahan volume perdagangan tidak ada korelasi dengan perubahan harga saham di sekitar tanggal pengumuman dividen.

**Kata Kunci :** *Average Abnormal Return, Cumulative Average Abnormal Return, Average Unexpected Trading Volume, Cumulative Average Unexpected Trading Volume.*

## KATA PENGANTAR

### **Bismillahirrahmaanirrohiim**

Alhamdulillah. Segala puji bagi Allah yang telah melimpahkan rahmat, petunjuk dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Penulis juga mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang banyak membantu dalam penyusunan skripsi ini baik bantuan moril maupun materiil, semoga Allah selalu melimpahkan rahmat dan karunianya. Penulis mengucapkan terima kasih dan penghargaan yang tak terhingga kepada:

1. Bapak Dr. Sarwedi, MM selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
2. Drs. Imam Mas'ud, MM, Ak selaku Ketua Jurusan Akuntansi dan Drs. Wasito M.Si, Ak selaku sekretaris jurusan.
3. Dra.Yosefa Sayekti, M.Com, Ak dan Dra.Ririn Irma D., M.Si, Ak selaku dosen pembimbing I dan dosen pembimbing II, yang dengan tulus dan sabar meluangkan waktu, memberikan saran dan kritik, petunjuk, mengarahkan dan membimbing dari awal penulisan proposal hingga selesainya skripsi ini.
4. Bapak M. Miqdad, SE, MM, Ak selaku dosen wali yang telah banyak memberikan saran dan nasehat yang berharga dari semester pertama hingga saat ini.
5. Bapak dan ibu dosen akuntansi, terima kasih telah banyak memberikan ilmunya kepada penulis selama penulis menimba ilmu di Jurusan Akuntansi dari semester awal hingga semester akhir.
6. Bapak Tatang dan Intan Nurul Aaliyah, SE yang dengan sabar memberikan penjelasan kepada penulis apabila mengalami kesulitan di bidang pasar modal sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan baik.
7. Seluruh dosen dan karyawan Fakultas Ekonomi yang telah banyak membantu selama penulis kuliah.
8. Papa dan Mama terima kasih atas doa, kasih sayang, bimbingannya serta dukungannya, *I'll always love you.*
9. Umi dan ketiga saudaraku: *My sweet sister QQ, Big bro Zainul, Dedek Siroj,* terima kasih atas do'a dan dukungannya selama ini.

10. Mbah Putri, Om anang dan Mamalek, lek yun *and her family*, Bude & pakde *also my big family* terima kasih atas kasih sayang dan *support*.
11. Sohib2 ku: Vitink (selamat bergabung kembali dengan almamater tercinta, *Jia yo!*), Emir SE (thank's atas *advice*-nya walau Q-ta sering beda tapi kamu ada benernya) 'n Riska SE (makasih kamu telah sabar temenan ama aq dan sebagai pendamai qta) sohibku mulai awal semester sampai selamanya, *new comer* Cici Tegal Boto (jangan sering be te ya neng raddin, ntar cepet tua, moga langgeng ma abangnya ??), Cemet (*My sharing partner* di kost-an), Pepenk (yang *always* bikin q-ta *Cheerfull*, tetep ceria ya!!). *Every body* diharap tetep saling tukar minimal *miscall2an* terus yach dimanapun berada.
12. Temen-temenku senasib seperjuangan, Rurin (terima kasih atas saran dan warisannya), Leli, yeye, Nadya, Ani 'n Indra, thank's ya atas persahabatan selama ini. Maaf ya kalo aq sering tulalit (kalo q-ta lagi *discuss*). Opiex 'n Goen<sup>2</sup> mochi (aq blm kalian traktir lho!), Arie ce, Don-don, amir (thanks atas map nya), serta anak-anak akuntansi '00 lainnya. Terimakasih ya telah menjadi teman terbaikku selama ini.
13. Temen-temen kos di Jl. Jawa VIA/4, semoga kita tetap jadi temen yang solid.
14. Pihak-pihak lain yang telah banyak membantu yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi memiliki keterbatasan-keterbatasan yang menyebabkan skripsi ini belum sempurna. Penulis mengharapkan adanya kritik dan saran yang membangun demi perbaikan skripsi ini. Akhir kata, semoga skripsi ini bermanfaat bagi banyak pihak.

Jember, Oktober 2004

Penulis

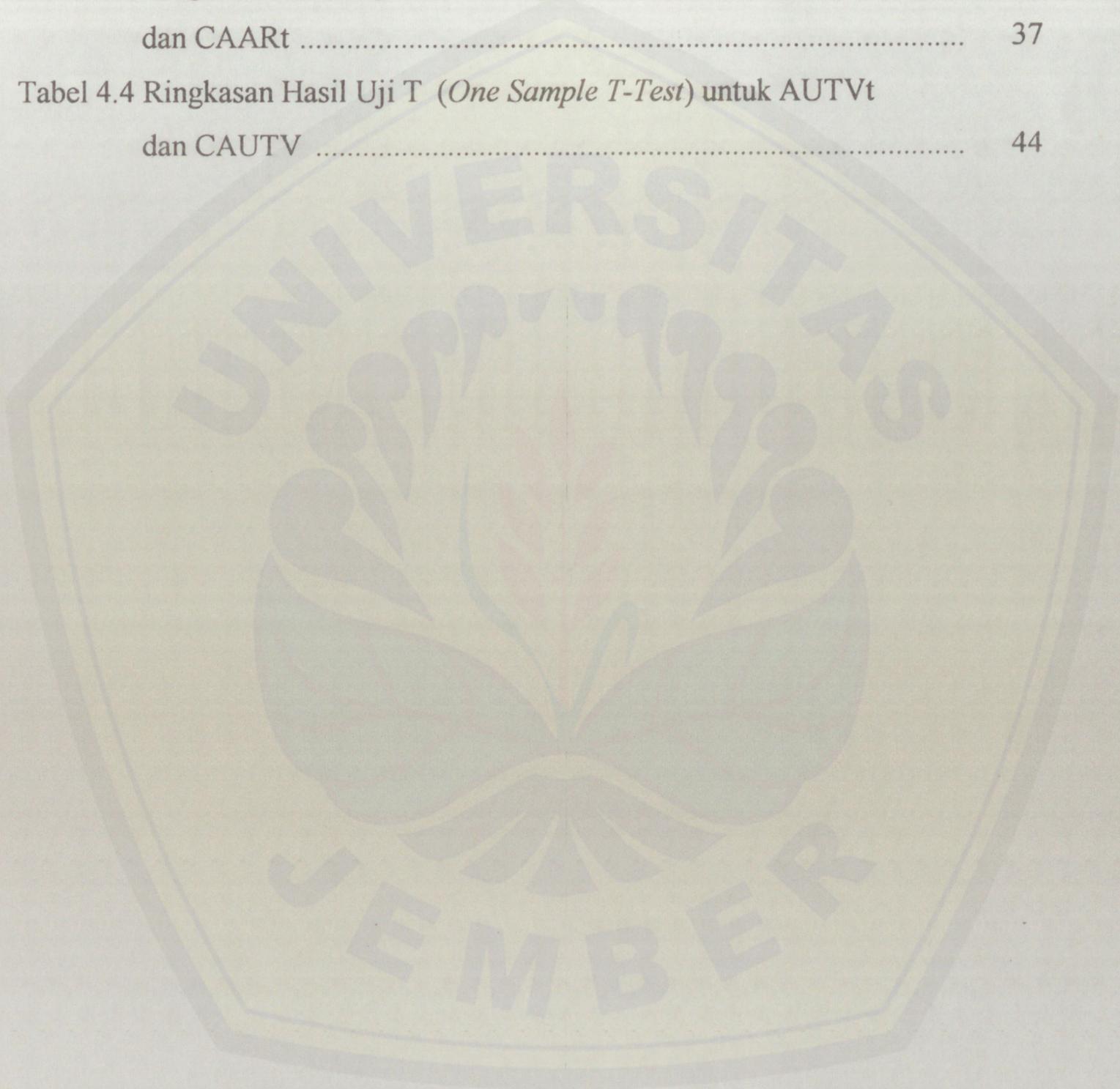
DAFTAR ISI

	<b>Halaman</b>
HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PENGESAHAN .....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN .....	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	iv
HALAMAN MOTTO .....	v
ABSTRAKSI .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
DAFTAR ISI .....	x
DAFTAR TABEL .....	xii
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiv
I. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	3
1.3 Tujuan Penelitian .....	3
1.4 Manfaat Penelitian .....	4
II. LANDASAN TEORI	
2.1 Penelitian Terdahulu .....	5
2.2 Kandungan Informasi Dividen .....	8
2.3 Efisiensi Pasar .....	9
2.4 Harga Saham .....	11
2.4.1 Harga Saham Sebagai Indikator Nilai Perusahaan .....	11
2.4.2 Reaksi Volume Perdagangan Saham .....	12
2.4.3 Hubungan Antara Pengujian Harga dan Volume .....	14
2.5 Hipotesis .....	14

III	METODOLOGI PENELITIAN	
3.1	Populasi dan Teknik Pengumpulan Sampel .....	16
3.2	Periode Penelitian .....	17
3.3	Definisi Operasional Variabel .....	18
3.4	Teknik Analisis dan Pengolahan Data .....	19
IV	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1	Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta .....	28
4.1.1	Perkembangan Bursa Efek Jakarta .....	28
4.1.2	Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta .....	30
4.1.3	Gambaran Umum Perusahaan Yang Diteliti .....	34
4.2	Pengujian Hipotesis dan Pembahasan .....	36
4.2.1	Pengujian Normalitas Data .....	36
4.2.2	Pengujian Hipotesis Pertama .....	36
4.2.3	Pengujian Hipotesis Kedua .....	42
4.2.4	Pengujian Hipotesis Ketiga .....	48
V	KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1	Kesimpulan .....	50
5.2	Keterbatasan Penelitian .....	51
5.3	Saran .....	52
	DAFTAR PUSTAKA	
	LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	<b>Halaman</b>
Tabel 4.1 Daftar Nama Emiten .....	34
Tabel 4.2 Hasil Pengujian Normalitas Data .....	36
Tabel 4.3 Ringkasan Hasil Uji t ( <i>One Sample T-Test</i> ) untuk AARt dan CAARt .....	37
Tabel 4.4 Ringkasan Hasil Uji T ( <i>One Sample T-Test</i> ) untuk AUTVt dan CAUTV .....	44

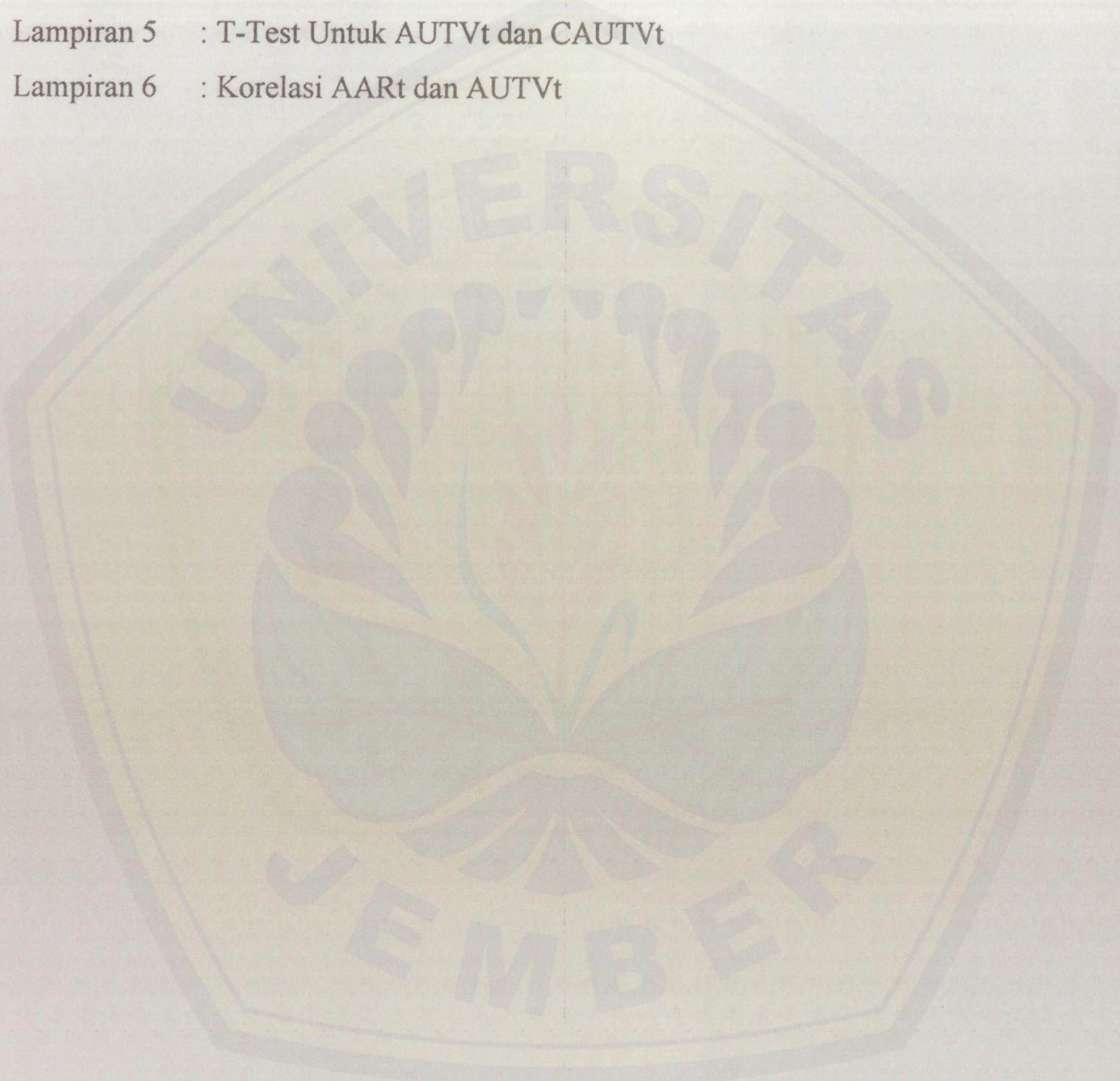


DAFTAR GAMBAR

	<b>Halaman</b>
Gambar 3.1 Periode Penelitian.....	18
Gambar 4.1 Grafik <i>Average Abnormal Return</i> Pada Periode Peristiwa .....	40
Gambar 4.2 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> Pada Periode Peristiwa .....	41
Gambar 4.3 Grafik <i>Average Unexpected Trading Volume</i> Pada Periode Peristiwa .....	46
Gambar 4.4 Grafik <i>Cumulative Average Unexpected Trading Volume</i> Pada Periode Peristiwa .....	47

### DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : ART, CART, AARt, CAARt Pada Periode Peristiwa
- Lampiran 2 : UTV, CUTV, AUTV, CAUTV Pada Periode Peristiwa
- Lampiran 3 : Pengujian Normalitas Data
- Lampiran 4 : T-Test Untuk AARt dan CAARt
- Lampiran 5 : T-Test Untuk AUTVt dan CAUTVt
- Lampiran 6 : Korelasi AARt dan AUTVt





BAB I

PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Indikator penting dalam mempelajari tingkah laku pasar, dalam hal ini investor, dapat dilihat dari perkembangan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal (Beaver, 1968, dalam Widarno, 2000). Pada umumnya investor dalam melakukan keputusan investasi didasarkan pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi. Suatu informasi akan memiliki makna atau nilai bagi investor jika keberadaan informasi tersebut menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal, transaksi ini tercermin dalam perubahan harga saham dan volume perdagangan saham. Pemusatan perhatian pada kesamaan antara reaksi harga dan volume terhadap informasi yang dipublikasikan, cenderung menyebabkan para peneliti memandang harga dan volume sebagai suatu ukuran yang substitusi tentang reaksi pasar (Bamber dan Cheon, 1995, dalam Bandi dan Jogiyanto, 1999). Para investor tetap harus berusaha mengikuti perkembangan pasar dan sebanyak mungkin informasi, karena keberhasilan investasi adalah melakukan keputusan berdasarkan informasi (*making well-informed decisions*). Informasi menjadi bermanfaat dan memiliki makna jika keberadaan informasi tersebut mampu mengubah keyakinan (*belief*) atau pengharapan (*expectation*) investor dan dapat membantu dalam memprediksi hasil-hasil yang datang dari berbagai alternatif tindakan, yang menyebabkannya melakukan transaksi di pasar modal.

Secara teori, apabila pembayaran dividen mengalami pertumbuhan, maka harga saham akan mengalami kenaikan. Sebab, dividen merupakan cermin dari prospek saham di masa depan. Bila sebuah saham terus-menerus memberikan dividen (apalagi dividennya terus meningkat) maka saham demikian akan menarik perhatian investor. Ini akan menyebabkan permintaan atas saham tersebut meningkat yang berarti volume perdagangan saham juga meningkat. Sesuai dengan hukum ekonomi, meningkatnya permintaan akan meningkatkan harga.

Perusahaan yang memutuskan untuk menaikkan dividen per saham diartikan oleh investor sebagai berita baik, karena dividen yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi. Hal itu merupakan suatu konsekuensi keputusan para manajemen sebagai orang dalam (*insider*) yang membuat keputusan dan pemegang jalur monopolistik tentang arus kas perusahaan. Mereka akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka memiliki insentif yang sesuai untuk melakukannya. Ross (1997 dalam Weston dan Copeland, 1991) membuktikan bahwa kenaikan dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Hal tersebut juga diperkuat suatu penelitian yang dilakukan oleh Suparmono (2000) yang menyatakan bahwa investor di Indonesia menginterpretasikan dividen meningkat sebagai kabar baik, sedangkan dividen menurun sebagai kabar buruk.

Dengan demikian seberapa jauh relevansi atau kegunaan suatu informasi, dalam hal ini adalah pengumuman dividen, dapat disimpulkan dengan mempelajari kaitan antara pergerakan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal dengan keberadaan informasi tersebut.

Terdapat banyak riset empiris yang menguji hubungan antara pengumuman perubahan dividen abnormal (meningkat atau menurun) dengan perubahan harga yang direfleksikan dalam *abnormal return* (pendapatan abnormal). Meskipun demikian, kebanyakan penelitian sekarang ini menemukan eksistensi reaksi saham yang menghasilkan *abnormal return* terhadap pengumuman perubahan dividen (perubahan digunakan sebagai proksi dividen abnormal) (Firth, 1996 dalam Wilopo dan Jogiyanto, 2001).

*Abnormal return* berkorelasi positif dengan sinyal (*signal*) dan tingkat *dividend surprise* (Petit, 1976; Aharony dan Swary, 1980; Dielman dan Oppenheimer, 1984; Eades et al., 1985; Kalay dan Lorwenshtein, 1980; Bajaj dan Vijh, 1990, dalam Wilopo dan Jogiyanto, 2001). Sebaliknya Amsari (1995), Harjito (1995) dan Soetjipto (1997) dalam Wilopo dan Jogiyanto, 2001) membuktikan bahwa pengumuman perubahan dividen (meningkat atau menurun)

tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan yang berarti bahwa investor tidak mendapat *abnormal return* dari pengumuman perubahan dividen.

Dari semua hal tersebut, pada satu sisi, hasil penelitian memperlihatkan bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi. Di sisi lain, penelitian terutama yang menggunakan perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai sampel, menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak memiliki kandungan informasi. Hasil yang kontradiksi sangat menarik untuk diteliti lebih lanjut.

## 1.2 Perumusan Masalah

Dari penjelasan di atas, permasalahan yang dapat dikemukakan adalah :

1. Apakah terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh adanya *average abnormal return* (AARt) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
2. Apakah terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan oleh adanya *average unexpected trading volume* (AUTV) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen .
3. Apakah terdapat korelasi antara volume perdagangan dengan harga saham perusahaan yang ditunjukkan oleh adanya korelasi yang signifikan antara *average unexpected trading volume* dengan *average abnormal return*.

## 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh adanya *average abnormal return* (AARt) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan oleh adanya *average unexpected trading volume* (AUTV) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

3. Untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara volume perdagangan dengan harga saham perusahaan yang ditunjukkan oleh adanya korelasi yang signifikan antara *average unexpected trading volume* dengan *average abnormal return*.

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini adalah :

1. Bagi Peneliti

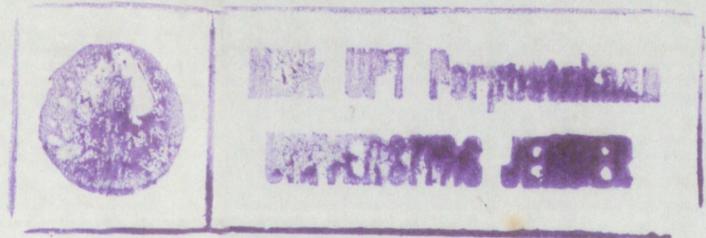
Untuk mengetahui pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar sehingga dapat lebih meningkatkan wawasan dan pemahaman atas ilmu yang telah diperoleh di bangku kuliah.

2. Bagi Kalangan Praktisi Pasar Modal

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada para pelaku pasar modal, seperti: investor, calon investor, pialang, emiten, pengamat pasar modal, dan praktisi pasar modal lainnya dalam proses pengambilan keputusan penting di seputar kegiatan perdagangan saham dan membantu sejauh mana efisiensi pasar modal di Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta yang akan tercermin dari perubahan harga di sekitar tanggal pengumuman dividen kas.

3. Bagi Dunia Pendidikan dan Peneliti Selanjutnya.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan yang berarti dalam rangka pengembangan pengetahuan tentang teori pasar modal, khususnya mengenai kandungan informasi dividen. Bagi peneliti selanjutnya yang ingin meneliti obyek yang sama, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat dan memberikan sumbangan yang berarti serta sebagai bahan informasi ataupun masukan .



## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang menguji tentang kandungan informasi dividen, yaitu:

1. Bandi dan Jogiyanto (1999) tentang “Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Dividen”. Penelitian tersebut dilakukan terhadap pengumuman dividen selama tahun fiskal 1994, 1995, dan 1996 dengan menggunakan metode analisis yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995) yaitu analisis tabel kontijensi dan melakukan uji *Pearson product moment coefficient of correlation*. Data tentang reaksi harga dan reaksi volume absolut dihitung selama periode pengamatan sebelas hari, mulai  $t-5$  sampai dengan  $t+5$ . Reaksi dibagi menjadi empat kelompok atau kuartil, dari data tersebut dicari nilai absolut perbedaan antara reaksi harga dan reaksi volume. Perbedaan-perbedaan tersebut dikelompokkan dalam kategori: (1) “sama”; (2) “berbeda”; (3) “tidak tentu”. Bukti dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen menghasilkan reaksi volume yang berbeda dengan reaksi harga. Hal ini terlihat dari proporsi reaksi “berbeda” lebih tinggi daripada reaksi “sama” atas pengumuman dividen.
2. Sujoko dan Jogiyanto (2001) tentang “Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar: Pengujian Terhadap *Dividend Signalling Theory*”. Penelitian ini menggunakan periode estimasi 100 hari dan periode peristiwa 5 hari sebelum pengumuman dividen dan 5 hari setelah pengumuman dividen. Data yang digunakan adalah sampel perusahaan yang terpilih dari populasi yang terdaftar di BEJ pada tahun 1994, 1995, 1996. Data dikelompokkan menjadi empat kelompok yaitu kelompok dividen meningkat secara tidak konsisten, pengumuman dividen meningkat secara konsisten, pengumuman dividen meningkat oleh perusahaan yang bertumbuh, pengumuman dividen meningkat oleh perusahaan yang tidak bertumbuh. Pengujian hipotesis dengan menggunakan *OLS Market Model*, *Mean Adjusted*

*Model*, dan *Market Adjusted Model*. Hasil pengujian terhadap hipotesis kandungan informasi dividen (*dividend information content hypothesis*) dengan 3 model *return* ekspektasi menunjukkan bahwa semua hipotesis nol ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang berguna bagi investor. Secara keseluruhan hasil uji hipotesis tidak mendukung hipotesis ketepatan reaksi pasar. Pasar menerima dan menginterpretasikan pengumuman dividen meningkat begitu saja sebagai sinyal yang positif, tanpa memikirkan apakah sinyal tersebut valid atau tidak.

3. Beza dan Na'im (1998) tentang "*The informational Content of Annual Earnings Announcement a Trading Volume Approach*". Tujuan penelitian ini adalah menginvestigasi kandungan pengumuman laba tahunan dalam hubungan dengan aktivitas volume perdagangan di BEJ selama tahun 1995. Teknik statistik yang digunakan adalah menggunakan teknik pemeringkatan Wilcoxon dan koefisien korelasi pemeringkat Spearman. Berdasarkan analisis data studi ini, periset membuktikan bahwa volume perdagangan saham secara signifikan bertambah ketika perusahaan mengumumkan laba tahunan. Pada waktu sebelum pengumuman, terdapat korelasi di antara *unexpected trading volume* dan nilai absolut besaran *unexpected earning*, terdapat korelasi antara *unexpected trading volume* dengan ukuran perusahaan, juga terdapat korelasi antara ukuran perusahaan dengan *unexpected earning*.
4. Setiawan dan Hartono (2002) tentang "Pengujiian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan". Penelitian ini bertujuan untuk menguji efisiensi pasar secara keputusan dengan menganalisis pengumuman dividen meningkat pada BEJ. Analisis ini meliputi tiga aspek: kandungan informasi, kecepatan reaksi pasar dan keakuratan dari reaksi pasar. Sampel dari penelitian ini adalah 132 perusahaan selama periode 1992-1996. Diskripsi dari sampel menunjukkan bahwa hari perdagangan aktif selama periode estimasi 44,92% dengan  $\beta$  0.64. Setelah dikoreksi dengan menggunakan Fowler dan Rorke 4 *lead* dan 4 *lag*  $\beta$  meningkat menjadi 0.84. Analisis menunjukkan bahwa pada tanggal pengumuman dividen pasar bereaksi secara positif terhadap pengumuman dividen meningkat.

5. Harjito (1995 dalam Sujoko dan Jogiyanto, 2001) menguji apakah perubahan harga saham yang terjadi pada waktu lalu di Bursa Efek Jakarta dapat digunakan untuk memperkirakan perubahan saham di masa yang akan datang. Peneliti juga menguji apakah para investor di Bursa Efek Jakarta bisa memperoleh *abnormal return* dengan adanya informasi yang dipublikasikan berupa pengumuman dividen yang diberikan oleh emiten. Periode pengamatan adalah tahun 1992 sampai tahun 1994. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk lemah dan bentuk setengah kuat.
6. Soetjipto (1995 dalam Sujoko dan Jogiyanto, 2001) melakukan penelitian tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan adalah data harga saham harian dari perusahaan-perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen periode 1995. Untuk menentukan perubahan *dividend per share* maka peneliti juga menggunakan data dividen tahun 1994. Sampel dikelompokkan menjadi tiga kelompok perusahaan, yaitu kelompok perusahaan yang memberikan dividen naik, tetap dan turun. Jumlah sampel seluruhnya adalah 40 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak mengandung informasi yang berarti bagi investor.
7. Watts (1976 dalam Jogiyanto, 2000) menggunakan sampel sebanyak 310 perusahaan dalam periode 1946-1967 untuk menguji kandungan informasi dari dividen. Dengan menggunakan model ekspektasi dari dividen oleh Lintner, Watts menemukan nilai *abnormal return* (dihitung dengan menggunakan model pasar) yang tidak signifikan. Nilai *abnormal return* ini tidak melebihi biaya transaksi yang harus ditanggung.
8. Lintner dan Gonedes (1978 dalam Jogiyanto, 2000) membentuk 12 portofolio didasarkan pada kombinasi kesalahan peramalan standarisasi (*standardized forecast error*) rendah dan tinggi dari perubahan laba, perubahan dividen kas (*cash dividend*) dan item-item luar biasa (*extraordinary items*) dari 285 perusahaan selama periode 1946-1972. Gonedes menemukan bahwa dividen tidak membawa informasi.

## 2.2 Kandungan Informasi Dividen

Artikel Modigliani dan Miller pada tahun 1961 (dalam Van Horne, 1988) merupakan argumen yang paling komprehensif untuk ketidakrelevanan dividen. Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa dengan suatu keputusan investasi tertentu, rasio dividen yang dibagikan tidaklah ada artinya bagi kemakmuran pemegang saham. Mereka mengatakan bahwa suatu keputusan investasi relevan terhadap tingkat keuntungan investasi tersebut. Ball dan Brown (1968, dalam Weston dan Copeland, 1992) adalah yang pertama kali meneliti respon pasar terhadap keluarnya informasi akuntansi. Penelitian Ball dan Brown menunjukkan bahwa harga di pasar terus-menerus menyesuaikan terhadap informasi baru dengan cara yang tidak memihak. Kesimpulan akhir yang bisa ditarik dari telaah Ball dan Brown adalah pasar kelihatannya berbentuk efisien agak kuat.

Dalam Weston (1992), beberapa penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980), Joy, Litzenberger dan McEnally (1977), serta Watts (1978) telah memusatkan perhatian pada laporan keuangan kuartalan, karena informasi yang ditangkap oleh pasar mungkin lebih tepat waktu daripada yang ada pada laporan tahunan. Watts (1978, dalam Weston dan Copeland, 1992) menemukan adanya *return* yang cukup besar dari segi statistik di dalam kuartal sesudah laporan keuangan dipublikasikan, dan ini menjadi indikasi yang jelas bahwa laporan keuangan kuartalan mengandung informasi baru. Watts juga menemukan kenyataan adanya *return* cukup besar dari segi statistik di dalam kuartal berikutnya, disimpulkan bahwa adanya *abnormal return* merupakan bukti bahwa pasar tidak efisien (berbentuk agak kuat). Aharony dan Swary (1980) menggunakan data *return* harian untuk menguji semua pengumuman dividen dan laba pada kuartal yang sama, yang berselang 11 hari kerja. Mereka mengambil kesimpulan bahwa baik pengumuman laba kuartalan maupun pengumuman perubahan dividen berpengaruh besar terhadap harga saham. Dividen mempunyai dampak terhadap harga saham karena dividen mengkomunikasikan informasi, atau isyarat mengenai profitabilitas perusahaan. Suatu pengumuman perubahan dividen yang meningkat akan diikuti oleh harga saham yang meningkat dan

sebaliknya jika ada pengumuman dividen yang menurun akan diikuti oleh harga saham yang menurun.

Ross (1977, dalam Weston dan Copeland, 1991) membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan (atau dalam penggunaan hutang) dapat menimbulkan isyarat jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan pada pasar telah mengalami kemajuan. Battacharya (1979, dalam Weston dan Copeland, 1991) mengembangkan suatu model pengirim isyarat dividen mirip dengan model milik Ross (1977), yaitu model yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberi isyarat walaupun menanggung kerugian akibat pajak pada saat melaksanakannya. Apabila penanam modal percaya bahwa perusahaan yang membayar dividen per saham lebih besar mempunyai nilai lebih tinggi, maka kenaikan dividen tidak diduga akan dianggap sebagai isyarat menggembirakan.

Penggunaan dividen sebagai isyarat, cenderung berupa bagaimana informasi dapat diteruskan ke pasar daripada berupa teori tentang kebijakan dividen optimal. Pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per saham mungkin diartikan oleh penanam modal sebagai berita baik, karena dividen per saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin bahwa arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi.

Jadi alasan pentingnya kebijakan dividen bagi perusahaan adalah kebijakan dividen akan menunjang sikap investor untuk menanamkan investasinya pada perusahaan. Perusahaan yang tidak sanggup membayar dividen dianggap tidak menarik bagi investor, dan investor akan berpaling pada perusahaan lain yang lebih baik.

### 2.3 Efisiensi Pasar

Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasi atau kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan analisis informasi yang tersedia. Ide tentang efisiensi pasar berdasarkan jenis informasi

digunakan dalam membuat keputusan-keputusan pasar dibagi menjadi tiga kategori (Husnan dan Pudjiastuti, 1993) yaitu:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form*) mempunyai hipotesa bahwa harga-harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga di masa-masa lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bias memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* berdasarkan atas informasi harga di waktu lalu. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang.
2. Efisiensi pasar bentuk agak kuat (*semi-strong-form*) mempunyai hipotesa bahwa harga-harga surat berharga betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*. Para peneliti telah menguji keadaan ini dengan melihat peristiwa-peristiwa tertentu seperti: penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, *merger* dan pemecahan saham.
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) mempunyai hipotesis bahwa harga-harga surat berharga benar-benar menggambarkan seluruh informasi baik yang dipublikasikan maupun yang tidak. Dalam keadaan seperti ini pasar modal akan seperti rumah lelang ideal: harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan lebih baik tentang harga saham. Kebanyakan tes bentuk seperti ini dilakukan terhadap prestasi berbagai portofolio yang dikelola secara profesional. Studi ini menunjukkan bahwa setelah kita mempertimbangkan perbedaan risiko, tidak ada satu lembaga pun mampu mengungguli pasar secara konsisten dan bahkan perbedaan prestasi masing-masing portofolio tidaklah lebih dari apa yang kita harapkan secara kebetulan.

## 2.4 Harga Saham

### 2.4.1 Harga Saham Sebagai Indikator Nilai Perusahaan

Reaksi harga saham atas informasi publik merefleksikan revisi kepercayaan pasar agregat merupakan akibat adanya informasi tersebut (Beaver 1968; Kim dan Verrechia 1991a, 1991b; dalam Bandi dan Jogiyanto, 1999).

Harga saham dapat dikatakan sebagai indikator keberhasilan pengelolaan perusahaan, dimana kekuatan pasar ditunjukkan dengan terjadinya transaksi perdagangan saham perusahaan di pasar modal (Trivera Setyo Lestari, 2000). Terjadinya transaksi tersebut didasarkan pada hasil pengamatan para investor terhadap prestasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham.

Pada prinsipnya semakin baik prestasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, akan meningkatkan permintaan saham perusahaan yang bersangkutan sehingga harga pasar saham akan mengalami peningkatan. Apabila keadaan yang terjadi sebaliknya maka hal ini akan menurunkan harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Weston dan Copeland (1992) menyatakan bahwa harga saham merupakan alat pemantau prestasi perusahaan, demikian juga yang dinyatakan oleh Van Horne (1988) bahwa harga saham merupakan indeks prestasi perusahaan, yaitu seberapa jauh manajemen telah berhasil mengelola perusahaan atas nama pemegang saham.

Menurut Sitompul (1996), hal-hal yang mempengaruhi perubahan harga saham antara lain:

1. Isu-isu dan peristiwa politik

Isu-isu dan peristiwa politik yang terjadi di negara yang bersangkutan, karena secara otomatis investor akan menjual sahamnya guna mengantisipasi terjadinya hal-hal yang tidak diinginkan oleh investor.

2. Rencana emisi efek

Rencana emisi efek oleh suatu perusahaan besar yang dapat mengakibatkan merosotnya harga-harga saham yang terdaftar di bursa efek.

### 3. Kebijakan dividen perusahaan

Kebijakan dividen perusahaan memberikan isyarat mengenai kondisi dan prospek perusahaan terutama mengenai kemampuan laba perusahaan.

### 4. Aliran kas perusahaan

Aliran kas perusahaan penerbit saham yang lebih lancar dan likuid lebih disukai oleh investor karena hal ini menyangkut likuiditas perusahaan.

### 5. Tingkat laba yang dapat dicapai perusahaan

Tingkat laba yang dicapai perusahaan menjadi salah satu pertimbangan investor yang akan melakukan investasi di pasar modal. Tentu saja perusahaan yang mampu menghasilkan laba yang semakin meningkat akan menjadi incaran para investor. Demikian juga sebaliknya perusahaan yang tidak memiliki tingkat kemampuan menghasilkan laba cenderung menurun.

Untuk melihat reaksi harga saham atas suatu *event* dapat dianalisis dengan mengamati variabilitas *return* saham (*security return variability*) atau SRV, yang dihitung dari *abnormal return* suatu perusahaan dibagi varian *abnormal return* (Foster, 1986 dalam Bandi dan Jogiyanto 1999). Cara lain untuk melihat reaksi harga, antara lain dengan mengamati penyesuaian *return* perusahaan atas *return* pasar pada waktu  $t$  (Bamber dan Cheon, 1995 dalam Bandi dan Jogiyanto, 1999). *Return* yang disesuaikan dengan pasar (*market-adjusted*) dihitung dengan mengurangkan *return* pasar pada waktu  $t$  terhadap perusahaan  $i$ .

#### 2.4.2 Reaksi Volume Perdagangan Saham

Analisis riset terdahulu menduga bahwa volume perdagangan saham adalah suatu fungsi peningkatan dari tingkat ekspektasi *predisclosure* yang berbeda (e.g., varian 1986; Karpoff 1986, dan mendukung bukti empiris yang ditampilkan dalam Ajinkya et al.(1991) dan Kross et al. (1994) dalam Bamber dan Cheon, 1995) menampilkan bukti empiris bahwa reaksi volume perdagangan saham terhadap pengumuman pendapatan (*earnings*) dalam suatu fungsi peningkatan dari perbedaan dalam analisis peramalan (*forecast*). Beaver (1968, dalam Bamber dan Cheon, 1995) menyatakan bahwa dihubungkan dengan volume, suatu pengumuman memiliki kandungan informasi apabila jumlah lembar saham yang

diperdagangkan menjadi lebih besar ketika laba diumumkan daripada saat waktu lain selama tahun tersebut. Berdasarkan pernyataan Beaver tersebut, secara logis bisa dikatakan bahwa terdapat kandungan informasi, apabila jumlah laba saham yang diperdagangkan menjadi lebih kecil ketika suatu peristiwa terjadi. Reaksi seperti itu mungkin merupakan reaksi negatif atau dikarenakan adanya *bad news*.

Reaksi pasar juga dapat dilihat dalam penelitian Kim dan Verrechia (1991a; 1991b; Barron 1995, Atiase dan Bamber 1994 dalam Widarno 2000). Model Kim dan Verrechia, mendukung kesimpulan Houlthousen dan Verrechia (1990), yang menyimpulkan bahwa volume perdagangan merupakan suatu fungsi peningkatan (*increasing function*) perubahan harga absolut, dimana harga merefleksikan tingkat informasi. Atiase dan Bamber (1994, dalam Bamber dan Cheon, 1995) berpendapat bahwa perbedaan dalam analisis peramalan (*forecast*) merefleksikan konstruk asimetri informasi sebelum pengumuman yang tidak dapat diobservasi. Perdagangan saham dapat terjadi jika para investor mempunyai kecermatan berbeda terhadap *private predisclosure information* yang mereka peroleh. *Predisclosure information asymetri* menyebabkan para investor membentuk *predisclosure beliefs (degree of confidence)*. Perbedaan dalam bobot informasi publik baru berakibat pada perbedaan perubahan kepercayaan investor, yang mengakibatkan terjadinya perdagangan.

Penelitian yang dilakukan oleh Beza dan Na'im (1998) dalam penelitiannya mencoba mereplikasi penelitian Chollins, Kothary, dan Raybun (1987) menghubungkannya dengan ukuran perusahaan (*firm size*). Metode penelitiannya menggunakan volume perdagangan saham (*trading volume activity*) (Foster, 1986) dan menggunakan model penelitian Bamber (1986) dengan menggunakan *Median Trading Volume* selama tahun fiskal. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah bahwa fungsi *unexpected earnings* mampu meningkatkan volume perdagangan atas peristiwa pengumuman laba. Sedangkan *firm size* berkorelasi negatif terhadap *unexpected earnings*.

Kesimpulan mengenai konsep volume perdagangan di antara peneliti menghasilkan uji empiris yang konsisten dan saling memperkuat prediksi yang menyatakan bahwa volume perdagangan berhubungan dengan perbedaan

keyakinan sebelumnya dan perbedaan revisi keyakinan di antara para investor. Reaksi volume perdagangan merupakan suatu *increasing function* baik dari perbedaan kecermatan para investor terhadap *private predisclosure information* maupun perubahan harga absolut.

### 2.4.3 Hubungan Antara Pengujian Harga dan Volume

Riset terdahulu menduga bahwa reaksi harga dan volume menunjukkan perbedaan kepekaan terhadap analisis ramalan berdasarkan *vis-à-vis random-walk* berdasarkan *unexpected earnings*. Beaver (1968, dalam Bamber dan Cheon, 1995) menemukan bahwa pengumuman laba menghasilkan baik perubahan harga abnormal maupun perubahan volume perdagangan abnormal. Pemusatan pada kesamaan antara reaksi harga dan volume perdagangan otomatis membawa para peneliti pada pandangan bahwa harga dan volume sebagai ukuran yang saling substitusi atas reaksi pasar. Padahal, pandangan demikian belum tentu benar.

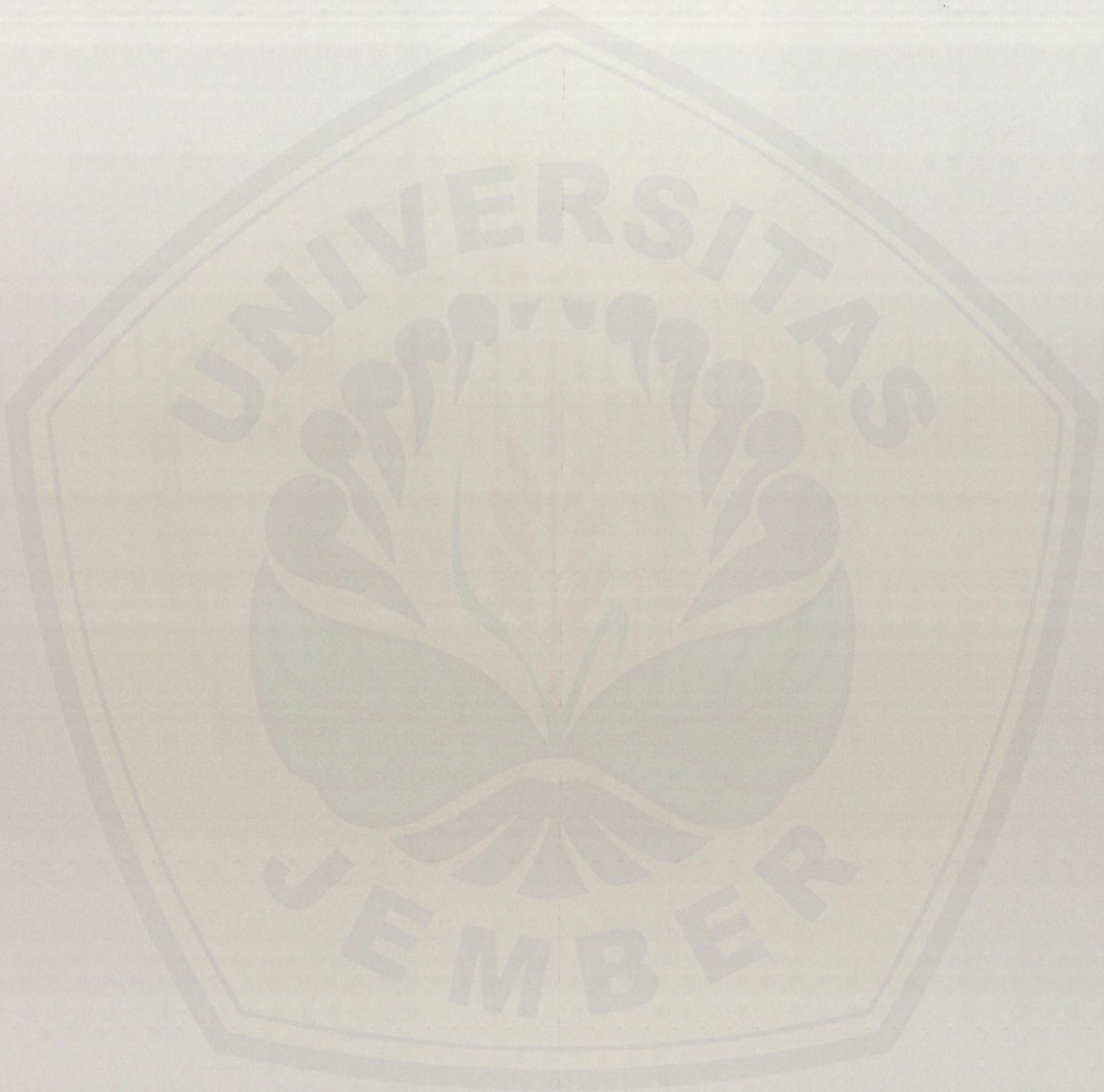
Ying (1966, dalam Widarno 2000) meneliti hubungan antara harga pasar saham dan volume penjualan saham, yang didasarkan pada anggapan bahwa keduanya merupakan produk bersama mekanisme pasar tunggal.

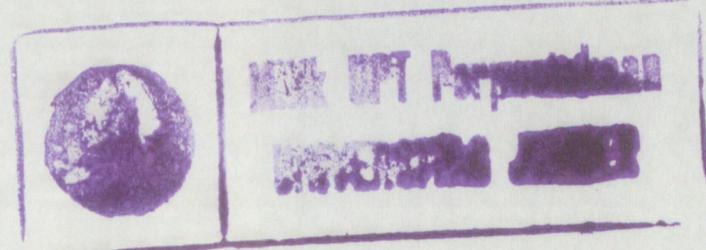
## 2.5 Hipotesis

Berdasarkan temuan-temuan penelitian tersebut, rumusan hipotesis yang diajukan adalah:

- H1: Terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh adanya *average abnormal return* (AARt) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
- H2: Terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan oleh adanya *average unexpected trading volume* (AUTV) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

H3: Terdapat korelasi antara volume perdagangan dengan harga saham perusahaan yang ditunjukkan oleh adanya korelasi yang signifikan antara *average unexpected trading volume* (AUTV) dengan *average abnormal return* (AARt).





## BAB III

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan *event study* yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2000). Umumnya pendekatan yang digunakan oleh *event study* adalah model *return*, model *level* dan *trading volume activity*. Dalam penelitian ini digunakan model *return* dan *trading volume activity*, sedangkan peristiwa yang diuji adalah pengumuman dividen terhadap reaksi pasar yaitu harga saham dan volume perdagangan saham.

### 3.1 Populasi dan Teknik Pengumpulan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah *go public* dan *listing* di Bursa Efek Jakarta sampai tahun 2002. Data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa hasil publikasi Bursa Efek Jakarta yaitu *JSX monthly statistic*, *Indonesian Capital Market Directory*, *Fact book*. Alasan penggunaan perusahaan manufaktur dalam penelitian ini karena saham ini memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, volume perdagangan dan kapitalisasiya besar (*JSX monthly statistic*). Penggunaan perusahaan manufaktur dalam penelitian ini sesuai dengan pengklasifikasian dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Alasannya adalah untuk menghindari bias data karena adanya perbedaan jenis industri (Subekti, 2002). Sedangkan teknik penarikan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik *purposive sampling* artinya peneliti kemungkinan mempunyai tujuan atau target tertentu dalam memilih sampel secara tidak acak (Indriantoro dan Supomo, 2002). Kriteria yang digunakan adalah:

1. Sampel adalah perusahaan manufaktur yang tercatat (*listed*) di Bursa Efek Jakarta untuk periode 2001 dan 2002.
2. Perusahaan sampel adalah perusahaan manufaktur yang mengadakan pengumuman dividen kas pada tahun 2002 untuk tahun buku 2001.
3. Aktif diperdagangkan selama periode penelitian .

4. Apabila pada tanggal pengumuman dividen bersamaan dengan suatu kejadian yang menyebabkan volume perdagangan saham dan harga saham berubah, maka perusahaan dibatalkan menjadi sampel. Contoh: pembagian dividen saham, pembagian saham bonus, pemecahan saham ataupun *right issue*, *merger*, akuisisi.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Studi Kepustakaan

Studi kepustakaan yaitu suatu metode pengumpulan data dengan cara mempelajari dan memahami sumber-sumber informasi yang meliputi: literatur-literatur, jurnal dan artikel-artikel yang relevan dengan topik pembahasan.

2. Studi Lapangan

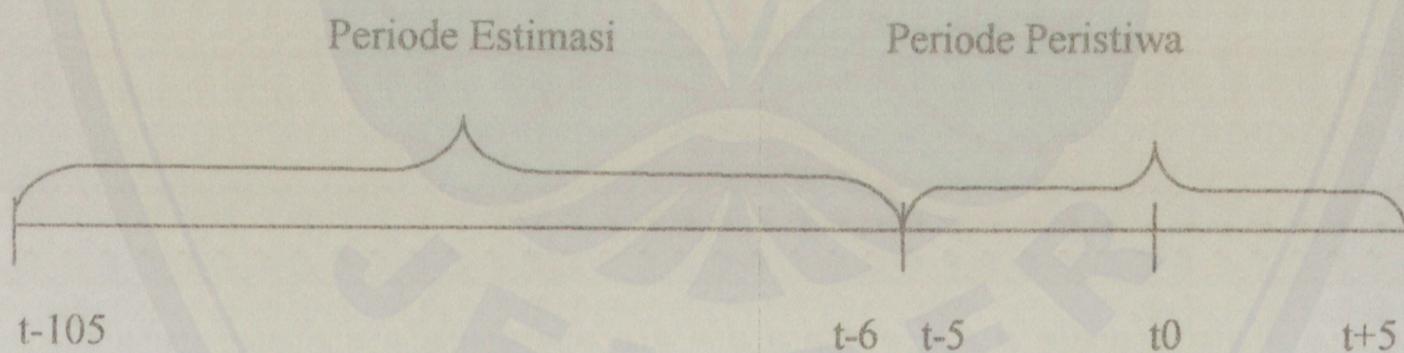
Studi lapangan yaitu suatu metode pengumpulan data yang dilakukan di lokasi penelitian secara langsung yaitu Pojok Bursa Efek Jakarta Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya maupun di tempat lain seperti: Bursa Efek Surabaya serta menggunakan fasilitas internet melalui website: [www.indoexchange.com](http://www.indoexchange.com) dan [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id). Penelitian lapangan dilakukan dengan cara teknik dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data dengan cara melihat dokumen-dokumen untuk memperoleh informasi yang berhubungan dengan masalah yang diteliti.

### 3.2 Periode Penelitian

Periode penelitian ini mencakup dua rentang waktu (Jogiyanto,2000), yaitu:

1. Periode Estimasi (*Estimation Period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Tidak ada patokan lamanya periode estimasi (T) ini. Lama periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 hari sampai dengan 250 hari atau selama setahun untuk hari-hari perdagangan dikurangi dengan lamanya periode peristiwa untuk data harian. Minimum lamanya periode estimasi tergantung dari minimum jumlah observasi yang harus digunakan di dalam regresi untuk membentuk model estimasinya. Salah satu pedoman untuk jumlah observasi minimum dalam regresi adalah sejumlah

- (k.10) dengan k adalah jumlah variabel independensi regresinya (Jogiyanto, 2000). Tujuan penetapan periode estimasi ini adalah untuk memperkirakan besarnya *return* dan volume perdagangan normal, yang nantinya akan digunakan dalam perhitungan *abnormal return* dan *unexpected trading volume*. Oleh karena itu ditetapkan periode pengamatan selama 100 hari bursa.
2. Periode Peristiwa (*Event Period*) yaitu periode waktu yang meliputi tanggal terjadinya peristiwa yang diamati. Lamanya periode ini tergantung dari jenis peristiwanya. Dalam penentuan lamanya periode peristiwa ini tidak ada yang pasti, tetapi yang digunakan sebagai acuan adalah jangka periode pengamatan ini tidak terlalu panjang dikhawatirkan akan menimbulkan bias terhadap hasil penelitian karena dimungkinkan ada faktor-faktor lain yang mempengaruhinya. Sesuai dengan model penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Jogiyanto (2001). Pada penelitian ini ditetapkan periode pengamatan selama sebelas hari perdagangan, yaitu lima hari sebelum, pada saat peristiwa, dan lima hari setelah pengumuman ( $t-5$  sampai dengan  $t+5$ ). Penggunaan periode peristiwa yang relatif pendek untuk mengurangi *confounding effect*. Jadi total periode penelitian adalah 111 hari.



Gambar 3.1 Periode Penelitian

### 3.3 Definisi Variabel Operasional

Definisi variabel operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Tanggal pengumuman dividen kas adalah tanggal diadakannya rapat umum pemegang saham masing-masing perusahaan (emiten) sampel.
2. Tanggal transaksi adalah tanggal transaksi perdagangan saham di bursa dan sifatnya ditransformasikan ke dalam angka  $-5, -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 5$ .

3. Harga saham ( $P_{i,t}$ ) yang dimaksud dalam penelitian ini adalah harga saham penutupan (*closing price*), yaitu harga saham yang mencerminkan posisi akhir perpotongan antara permintaan dan penawaran atas setiap lembar saham perusahaan yang terkait pada masing-masing periode.
4. Pendapatan abnormal saham rata-rata (*average abnormal return*) adalah rata-rata selisih antara pengembalian saham aktual dengan pengembalian yang diharapkan dari seluruh perusahaan sampel selama periode penelitian.
5. Pendapatan abnormal rata-rata kumulatif (*cumulative average abnormal return*) adalah akumulasi dari pendapatan abnormal rata-rata perusahaan sampel.
6. Volume transaksi saham aktual (*actual volume*) adalah jumlah lembar saham perusahaan yang sebenarnya ditransaksikan relatif terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang sedang beredar di Bursa Efek Jakarta.
7. Volume transaksi saham yang diharapkan (*expected volume*) adalah jumlah lembar saham perusahaan yang diperkirakan ditransaksikan relatif terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang diperkirakan beredar di masa yang akan datang di Bursa Efek Jakarta.
8. Volume transaksi saham abnormal (*abnormal volume*) adalah selisih dari volume transaksi saham aktual dengan volume transaksi saham yang diharapkan terjadi.
9. Volume perdagangan abnormal rata-rata (*average unexpected trading volume*) yaitu selisih dari volume perdagangan aktual dan volume perdagangan pasar yang diharapkan dari seluruh perusahaan sampel selama periode penelitian.

### 3.4 Teknik Analisa dan Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan analisis yang didasarkan pada data yang dipublikasikan dengan melakukan tabulasi pada variabel-variabel pengumuman dividen, harga saham dan volume transaksi perdagangan saham selama tahun 2002. Setelah pengumpulan data, dilakukan pengolahan data menggunakan bantuan program Microsoft Excel dan program SPSS dengan tahapan sebagai berikut:

### 1. Pengujian Normalitas Data

Pengujian normalitas data ini bertujuan untuk menentukan alat analisis yang tepat. Pengujian dapat dilakukan dengan alat uji Kolmogorov-Smirnov.

### 2. Pengujian hipotesis pertama

Pengujian terhadap hipotesis pertama yaitu mengolah *abnormal return* dengan menggunakan rumus dalam Jogiyanto (2000) dengan langkah-langkah sebagai berikut:

#### a. Pengestimasian Regresi model pasar

Untuk menghitung pendapatan yang diharapkan dapat menggunakan model indeks tunggal (*Single Index Model*), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \dots \dots \dots (1) \text{ (Bodie, 2001)}$$

Keterangan:

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

$R_{mt}$  = *return* pasar i pada periode t

$\alpha_i$  = *intercept* untuk sekuritas ke-i

$\beta_i$  = koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas ke-1

$e_{it}$  = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode t

Pengestimasian regresi dilakukan dengan menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Dengan urutan kegiatan sebagai berikut:

- 1) menghitung *return* aktual tiap-tiap saham dan *return* pasar per hari selama periode penelitian. *Return* akan dihitung dari perubahan harga atau *capital gain*, dengan menggunakan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \text{(Jogiyanto, 2000)}$$

Keterangan:

$R_{it}$  = *return* saham i pada periode ke-t

$P_t$  = harga saham i pada periode ke-t

$P_{t-1}$  = harga saham i pada periode t-1

Return pasar dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (\text{Jogiyanto, 2000})$$

Keterangan:

$R_{mt}$  = return pasar pada periode ke-t

$IHSG_t$  = indeks harga saham pada periode ke-t

$IHSG_{t-1}$  = indeks harga saham pada periode t-1

- 2) menghitung nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  dari 100 hari transaksi (periode estimasi) yaitu t-105 sampai t-6 berdasarkan OLS (*Ordinary Least Square*) dengan menggunakan rumus:

$$b = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \quad (\text{Hapsari, 2000})$$

Keterangan:

b = estimator harga  $\beta$

X =  $R_{mt}$

Y =  $R_{it}$

n = periode yang diamati

- b. Menghitung estimasi *return* per saham per hari dengan menggunakan *market model* (rumus 1) pada periode penelitian atau t-5 sampai t+5, berdasarkan  $\alpha$  dan  $\beta$  dari model yang diperoleh pada periode estimasi.
- c. Menghitung *abnormal return* per saham per hari dengan menggunakan rumus:

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (\text{Jones, 1999})$$

Keterangan:

$e_{it}$  = kesalahan residu sekuritas i pada periode t

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

$E(R_{it})$  = *return* ekspektasi sekuritas i pada periode t

- d. Menghitung *Average Abnormal Return* (AARt) atau pendapatan abnormal *return* per hari dengan menggunakan rumus:

$$AARt = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N e_{it} \quad (\text{Jogiyanto, 2000})$$

Keterangan:

N = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

- e. Menghitung *Cumulative Average Abnormal Return* (CAARt) menurut hari dengan menggunakan rumus:

$$CAARt = \sum_{t=-25}^T AARt \quad (\text{Jogiyanto, 2000})$$

- f. Pengujian hipotesis dilakukan terhadap AARt.

Pengujian statistik ini untuk melihat signifikansi AARt tersebut secara statistik signifikan  $\neq 0$  (Positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk). Menguji hipotesis yang diajukan terhadap AARt, menggunakan uji t dengan cara:

- 1) Rumusan hipotesis

Ho: AARt = 0, tidak terjadi *abnormal return* yang berarti.

Ha: AARt  $\neq 0$ , terjadi *abnormal return* yang berarti.

- 2) Menguji nilai t hitung dengan menggunakan rumus (Hapsari, 2000):

$$t = \frac{AARt}{\frac{St}{\sqrt{n}}}$$

Keterangan:

St = penduga standar deviasi *average abnormal return* periode t

n = jumlah perusahaan sampel

- 3) Menentukan besarnya tingkat signifikan,  $\alpha = 5\%$ .

- 4) Hasil dari perhitungan  $t_0$  dibandingkan dengan t tabel, maka:

Ho: diterima jika :  $-t_{\alpha/2} < t \text{ hitung} < + t_{\alpha/2}$

Ha: ditolak jika :  $t \text{ hitung} < -t_{\alpha/2}$  atau  $t \text{ hitung} > + t_{\alpha/2}$

- g. Melakukan uji hipotesa terhadap CAARt dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Rumusan hipotesis

Ho: CAARt = 0, berarti tidak terjadi *cumulative average abnormal return* yang signifikan.

Ha: CAARt  $\neq 0$ , berarti terjadi *cumulative average abnormal return*

- 2) Mengukur nilai t hitung dengan menggunakan rumus (Hapsari, 2000):

$$t = \frac{CAAR_t}{\frac{St}{\sqrt{n}}}$$

Keterangan:

St = penduga standar deviasi *cumulative average abnormal return* periode t

n = jumlah perusahaan sampel

3) Menentukan tingkat signifikan,  $\alpha = 5\%$

4) Hasil dari perhitungan  $t_0$  dibandingkan dengan t tabel, maka:

Ho: diterima jika :  $-t_{\alpha/2} < t \text{ hitung} < + t_{\alpha/2}$

Ha: ditolak jika :  $t \text{ hitung} < -t_{\alpha/2}$  atau  $t \text{ hitung} > + t_{\alpha/2}$

### 3. Pengujian hipotesis kedua

Pengujian terhadap hipotesis kedua yaitu mengolah data untuk *Unexpected Trading Volume* dengan menggunakan *market model* yang dikembangkan oleh Bamber (1986, dalam Hapsari, 2000) dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a. Menghitung perubahan volume perdagangan harian ( $TV_{i,t}$ ) tiap-tiap saham dan perubahan volume perdagangan pasar yang terjadi selama periode penelitian. Perubahan volume perdagangan saham harian dihitung menggunakan rumus (Beza, 1998):

$$TV_{i,t} = \frac{S_{i,t}}{Q_{i,t}}$$

Keterangan:

$TV_{i,t}$  = volume perdagangan saham perusahaan i pada periode ke-t

$S_{i,t}$  = jumlah absolut saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode ke-t

$Q_{i,t}$  = jumlah absolut saham perusahaan i yang beredar pada periode t

Perubahan volume perdagangan pasar dihitung dengan rumus (Chibtiyah, 2001):

$$TV_{m,t} = \frac{S_{m,t}}{Q_{m,t}}$$

Keterangan:

$TV_{m,t}$  = volume perdagangan pasar pada periode ke-t

$S_{m,t}$  = jumlah absolut saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta periode ke-t

$Q_{m,t}$  = jumlah absolut saham yang beredar di Bursa Efek Jakarta periode ke t

- b. Menghitung nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  dari 100 hari transaksi (periode estimasi) yaitu t-105 sampai t-6 berdasarkan OLS.
- c. Menghitung estimasi volume perdagangan per saham per hari dengan menggunakan *market model* pada periode penelitian atau t-5 sampai t+5 berdasarkan  $\alpha$  dan  $\beta$  dari model yang diperoleh pada periode estimasi dengan menggunakan rumus:

$$E(TV_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i + TV_{mt} + e_{it}$$

Keterangan:

$E(TV_{i,t})$  = perubahan volume perdagangan yang diharapkan dari saham i pada hari ke-t

$TV_{mt}$  = perubahan volume perdagangan pasar pada hari ke-t

$\alpha, \beta$  = koefisien regresi

$e_{it}$  = nilai residual volume perdagangan saham i pada hari ke-t

- d. Menghitung *Unexpected Trading Volume* per hari dengan menggunakan rumus (Chibtiyah, 2001):

$$UTV_{i,t} = TV_{i,t} - E(TV_{i,t})$$

Keterangan:

$UTV_{i,t}$  = *Unexpected Trading Volume* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$TV_{i,t}$  = perubahan volume perdagangan yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E(TV_{i,t})$  = volume perdagangan yang diharapkan dari saham i pada hari ke-t

- e. Menghitung *Average Unexpected Trading Volume* (AUTV) atau volume perdagangan abnormal rata-rata per hari selama periode penelitian (Chibtiyah, 2001):

$$\text{AUTV} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N e_{it}$$

Keterangan:

N = jumlah perusahaan sampel

- f. Menghitung *Cumulative Average Unexpected Trading Volume* (CAUTV) selama hari-hari yang diamati ( $k = -5, -4, -3, -2, -1, 0, +1, +2, +3, +4, +5$ ) menggunakan pengaruh kumulatif perilaku *unexpected trading volume* (Chibtiyah, 2001):

$$\text{CAUTV} = \sum_{t=1}^T \text{AUTV}$$

- g. Pengujian hipotesis dilakukan terhadap AUTV. Pengujian statistik ini untuk melihat signifikansi AUTV yang ada di periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa AUTV tersebut secara statistik signifikan  $\neq 0$  (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk).

- 1) Merumuskan hipotesis:

$H_0$ : AUTV = 0, tidak terjadi volume perdagangan abnormal yang signifikan.

$H_a$ : AUTV  $\neq 0$ , terjadi volume perdagangan abnormal yang signifikan.

- 2) Menetapkan tingkat signifikan yaitu: 5 %  
3) Menghitung besarnya t hitung dengan persamaan (Chibtiyah, 2001):

$$t = \frac{\text{AUTV}}{\frac{\text{SD}}{\sqrt{n}}}$$

Keterangan:

SD = standar deviasi

n = jumlah perusahaan sampel

- 4) Membandingkan t hitung dengan t tabel:

$H_0$  diterima jika:  $-t_{\alpha/2} < t \text{ hitung} < t_{\alpha/2}$

Ho ditolak jika:  $t \text{ hitung} < -t_{\alpha/2}$  atau  $t \text{ hitung} > +t_{\alpha/2}$

h. Melakukan uji hipotesis terhadap CAUTV.

1) Rumusan hipotesis

Ho = CAUTVt = 0, tidak terjadi volume perdagangan abnormal rata-rata kumulatif yang signifikan

Ha = CAUTVt  $\neq$  0, terjadi volume perdagangan abnormal rata-rata kumulatif yang signifikan

2) Menentukan tingkat signifikan yaitu 5 %

3) Menghitung besarnya t hitung dengan persamaan (Chibtiyah, 2001):

$$CAUTVt = \frac{CAUTVt}{\frac{SD}{\sqrt{n}}}$$

4) Membandingkan t hitung dengan t tabel:

Ho diterima jika:  $-t_{\alpha/2} < t \text{ hitung} < +t_{\alpha/2}$

Ho ditolak jika:  $t \text{ hitung} < -t_{\alpha/2}$  atau  $t \text{ hitung} > +t_{\alpha/2}$

4. Pengujian hipotesis ketiga

Untuk menguji hipotesis ketiga, yaitu untuk mengetahui hubungan antara harga saham dengan volume perdagangan digunakan uji korelasi Pearson dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a. Rumusan hipotesis

Ho: Tidak ada hubungan (korelasi) antara dua variabel atau angka korelasi 0

Ha: Ada hubungan (korelasi) antara dua variabel atau angka korelasi tidak 0

b. Menentukan pasangan data yang akan diuji yaitu *average abnormal return* dengan *average unexpected trading volume*.

c. Menentukan tingkat signifikan korelasi yaitu 5 %

d. Melakukan uji korelasi Pearson dengan bantuan program SPSS 11.0

e. Membandingkan hasil dari perhitungan t hitung dibandingkan dengan t tabel:

Ho diterima jika:  $-t_{\alpha/2} < t \text{ hitung} < +t_{\alpha/2}$

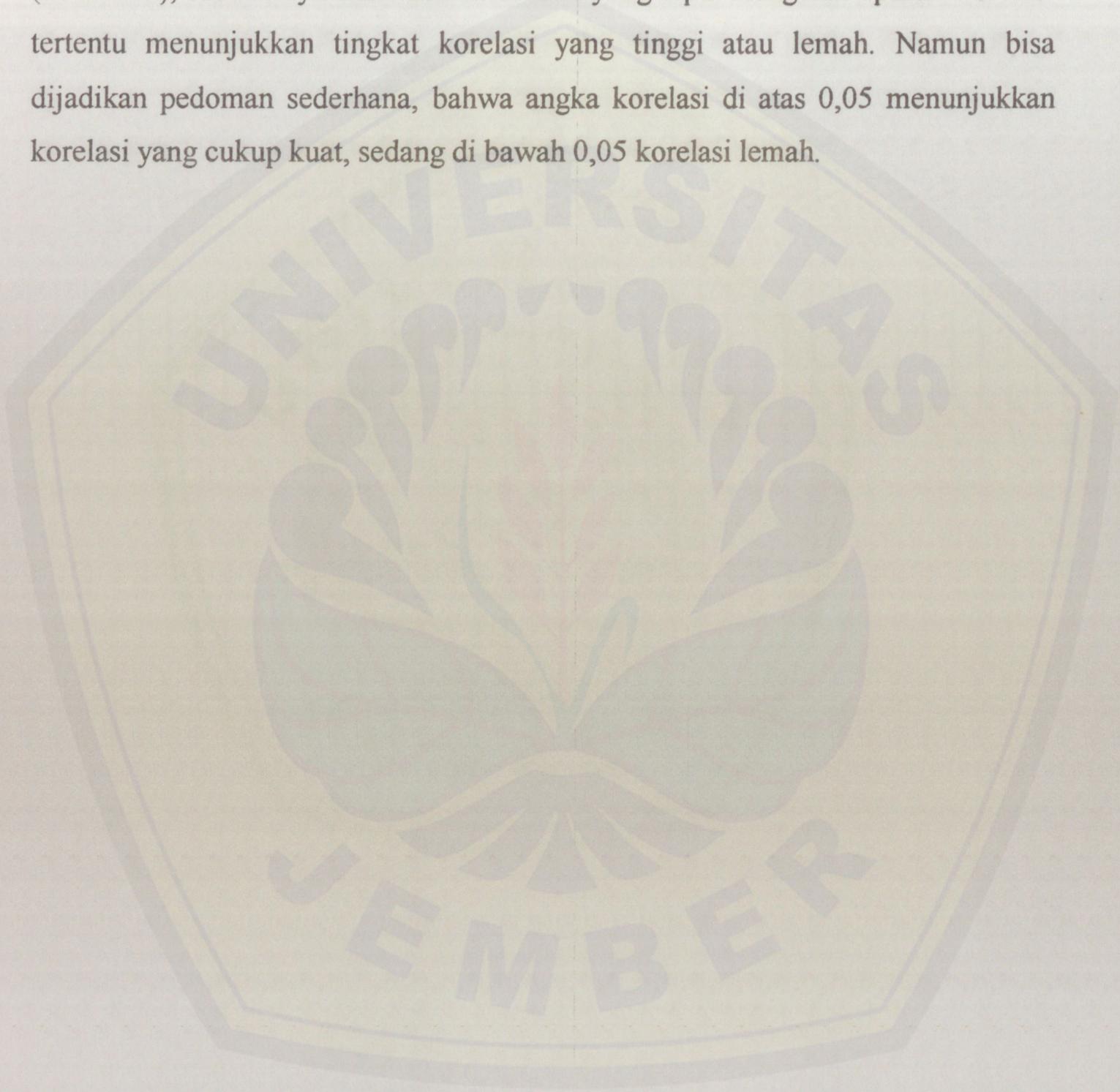
Ho ditolak jika:  $t \text{ hitung} < -t_{\alpha/2}$  atau  $t \text{ hitung} > +t_{\alpha/2}$

Atau berdasarkan nilai probabilitas:

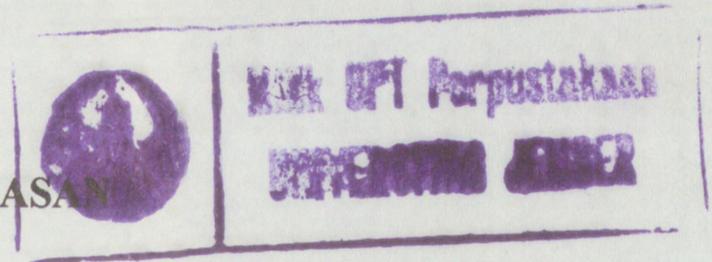
Jika probabilitas  $> 0,05$ ,  $H_0$  diterima

Jika probabilitas  $< 0,05$ ,  $H_0$  ditolak

Berkenaan dengan angka korelasi, angka korelasi berkisar antara 0 (tidak ada korelasi sama sekali) dan 1 (korelasi sempurna). Menurut Singgih Santoso (2003:320), sebenarnya tidak ada ketentuan yang tepat mengenai apakah korelasi tertentu menunjukkan tingkat korelasi yang tinggi atau lemah. Namun bisa dijadikan pedoman sederhana, bahwa angka korelasi di atas 0,05 menunjukkan korelasi yang cukup kuat, sedang di bawah 0,05 korelasi lemah.



## BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN



### 4.1 Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta

#### 4.1.1 Perkembangan Bursa Efek Jakarta

Pada tahun 1912, dibentuk bursa efek pertama Indonesia oleh Vereniging voor de Effectenhandel di Batavia (sekarang Jakarta), pusat pemerintahan kolonial Belanda. Bursa Batavia sempat ditutup selama Perang Dunia Pertama, kemudian pada tahun 1925 dibuka kembali oleh pemerintah Belanda dengan menambah lagi dua bursa, yaitu bursa efek Semarang dan bursa efek Surabaya. Ketiga bursa ini menghentikan aktivitasnya menjelang invasi Jepang pada tahun 1942, dan dimulai kembali dengan dibukanya bursa efek di Jakarta pada tahun 1952. Bursa saham ini memperdagangkan saham dan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan Belanda sebelum perang dunia. Program nasionalisasi yang dilakukan oleh pemerintah pada tahun 1956, mengakibatkan terhentinya aktivitas pasar modal (Bursa Efek Jakarta, 1995).

Pada 10 Agustus 1977 pemerintah mengaktifkan kembali kegiatan pasar modal dengan membentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam), sebuah badan pemerintah di bawah Departemen Keuangan. Kebijakan pemerintah menerbitkan Paket 24 Desember 1987 (Pakdes 24), menjadikan pasar modal Indonesia memasuki masa "*bullish*". Kegiatan perdagangan dan kapitalisasi pasar saham pun mulai meningkat seiring dengan perkembangan pasar finansial dan sektor swasta – puncak perkembangannya pada tahun 1990. Perkembangan tersebut membutuhkan profesionalisme dalam pengelolaan bursa, oleh karena itu pada tahun 1990 Pemerintah mengeluarkan peraturan tentang swastanisasi Bursa Efek. Pada tanggal 4 Desember 1991 berdirilah PT Bursa Efek Jakarta.

PT Bursa Efek Jakarta didirikan dengan Akta Pendirian Nomor 27, dengan 221 perusahaan efek sebagai pemegang sahamnya dan modal dasar sebesar Rp 15 milyar serta modal disetor sebesar Rp 11.820 juta. Perseroan resmi mendapatkan izin usaha dari Menteri Keuangan RI berdasarkan surat keputusan Nomor: 323/KMK.010/1992 tanggal 18 Maret 1992. Penyerahan pengelolaan bursa dari

Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam) dilaksanakan pada tanggal 16 April 1992, sedangkan peresmian swastanisasi perseroan dilakukan oleh Menteri Keuangan pada tanggal 13 Juli 1992, di Jakarta. Bursa Efek Jakarta mengambil alih seluruh aset Bapepam yang berkaitan dengan operasi bursa sehari-hari, sedangkan Bapepam dialihkan sebagai pengawas bursa dan tidak terlibat lagi dalam operasi bursa sehari-hari.

Untuk melaksanakan tugas perdagangan efek, sebelumnya pada tanggal 17 Februari 1992, Bursa Efek Jakarta telah menetapkan ketentuan mengenai Peraturan Bursa Efek Jakarta melalui KEP-01/BEJ/1992. Pada tahun 1995, tepatnya tanggal 3 Oktober 1995 Presiden Soeharto meresmikan Sistem Otomatisasi Perdagangan Efek (Jakarta Automated Trading Sistem = JATS) di Bursa Efek Jakarta. JATS memungkinkan frekuensi perdagangan saham yang lebih besar dan dapat menjamin perdagangan lebih wajar dan lebih transparan. Selain itu JATS memberikan sumbangan yang besar dalam likuiditas pasar dan melindungi para investor secara maksimal dan bersamaan dengan itu, sistem terpadu ini menghubungkan perdagangan, pengawasan, kliring dan penyelesaian serta sistem depository dan sistem akuntansi anggota bursa. Dengan demikian pada peraturan perdagangan yang baru Bursa Efek Jakarta telah diakomodasikan bahwa setiap anggota bursa yang melakukan transaksi wajib bertanggung jawab penuh atas transaksi yang terjadi melalui JATS atas nama anggota bursa yang bersangkutan.

Pada bulan Juli 2000, Bursa Efek Jakarta menetapkan perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar dan menghindari peristiwa saham hilang dan pemalsuan saham, dan juga untuk mempercepat proses penyelesaian transaksi. Tahun 2002, Bursa Efek Jakarta juga mulai menerapkan perdagangan jarak jauh (*remote trading*), sebagai upaya meningkatkan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan dan frekuensi perdagangan.

Visi Bursa Efek Jakarta adalah menjadikan Bursa Efek Jakarta suatu tempat yang efisien untuk menghimpun dana bagi investasi dan sebagai tempat yang efisien untuk perdagangan instrumen pasar modal baik untuk masyarakat Indonesia maupun masyarakat internasional.

Misi Bursa Efek Jakarta adalah Bursa Efek Jakarta bertekad mewujudkan bursa efek berskala internasional yang menawarkan kesempatan berinvestasi secara luas sejalan dengan perkembangan perekonomian Indonesia. PT Bursa Efek Jakarta bertekad mempunyai sarana perdagangan yang efisien, sistem informasi yang terpercaya, lengkap dan tepat waktu, serta mempunyai sumber daya manusia yang profesional dan berintegritas tinggi. Dengan demikian Bursa Efek Jakarta dapat menjadi Bursa Efek yang mapan, likuid, wajar dan efisien yang dapat membawa Bursa Efek Jakarta sejajar dengan bursa-bursa efek dunia. PT Bursa Efek Jakarta aktif berpartisipasi di dalam mengembangkan basis investor lokal yang luas dan kokoh sebagai stabilisator pasar modal Indonesia. Bursa Efek Jakarta bertekad menawarkan beragam efek berkualitas sejalan dengan pertumbuhan instrumen pasar modal yang semakin meningkat sehingga Bursa Efek Jakarta dapat memberikan manfaat optimal, baik bagi pemodal domestik maupun asing.

#### 4.1.2 Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta

Perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta dibagi ke dalam 3 (tiga) bentuk pasar (Darmadji, 2001), yaitu:

##### 1. Pasar Reguler

Karakteristik dari Pasar Reguler:

- a. Sistem tawar-menawar secara terus-menerus (*continuous auctions*).
- b. Satuan perdagangan minimal 500 saham (satu lot) dan khusus emiten perbankan dengan satuan perdagangan 5000 saham (satu lot).
- c. Fraksi harga atau tawar-menawar dilakukan dengan pergerakan harga ke atas ke bawah, dengan skema Multi Fraksi.
- d. Transaksi yang terjadi berdasarkan prioritas harga dan waktu.

##### 2. Pasar Non Reguler

Karakteristik dari Pasar Non Reguler:

- a. Sistem negosiasi.
- b. Perdagangan *block sale* dengan volume perdagangan minimal.

- c. Satuan perdagangan minimal 400 lot (200 ribu saham). Bila perdagangan kurang dari 400 lot, maka perdagangan hanya bisa dilakukan melalui perdagangan reguler.
- d. Perdagangan *odd lot* dengan volume perdagangan kurang dari satu lot (500 lembar).
- e. Perdagangan tutup sendiri (*crossing*) yaitu transaksi jual/beli yang dilakukan satu pialang dalam jumlah dan harga yang sama.

### 3. Pasar Tunai

Sistem negosiasi berdasarkan pembayaran tunai dan diciptakan untuk pialang yang gagal memenuhi kewajiban menyelesaikan transaksi pada pasar reguler atau non-reguler.

Calon emiten bisa mencatatkan sahamnya di bursa, apabila telah memenuhi persyaratan umum pencatatan saham di Bursa Efek Jakarta sebagai berikut (Darmadji, 2001):

1. Pernyataan pendaftaran emisi telah dinyatakan efektif oleh Bapepam.
2. Calon emiten tidak sedang dalam sengketa hukum yang diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan usaha perusahaan.
3. Bidang usaha baik langsung atau tidak langsung tidak dilarang oleh undang-undang yang berlaku di Indonesia.
4. Khusus calon emiten pabrikan, tidak dalam masalah pencemaran lingkungan (hal tersebut dibuktikan dengan sertifikat AMDAL) dan calon emiten industri kehutanan harus memiliki sertifikat *ecolabelling* (ramah lingkungan).
5. Khusus calon emiten bidang pertambangan harus memiliki izin pengelolaan yang masih berlaku minimal 15 tahun; memiliki minimal 1 Kontrak Karya atau Kuasa Penambangan atau Surat Izin Penambangan Daerah; minimal salah satu Anggota Direksinya memiliki kemampuan teknis dan pengalaman di bidang pertambangan; calon emiten sudah memiliki cadangan terbukti (*proven deposit*) atau yang setara.
6. Khusus calon emiten yang bidang usahanya memerlukan izin pengelolaan (seperti jalan tol, penguasaan hutan) harus memiliki izin tersebut minimal 15 tahun.

7. Calon emiten yang merupakan anak perusahaan dan/atau induk perusahaan dari emiten yang sudah tercatat (*listing*) di Bursa Efek Jakarta di mana calon emiten memberikan kontribusi pendapatan kepada emiten yang *listing* tersebut lebih dari 50 % dari pendapatan konsolidasi, tidak diperkenankan tercatat di bursa.
8. Persyaratan pencatatan awal yang berkaitan dengan hal finansial didasarkan pada laporan keuangan auditan terakhir sebelum mengajukan permohonan pencatatan.

Persyaratan pencatatan di Bursa Efek Jakarta menurut jenis efek yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta:

1. Persyaratan Pencatatan Saham

- a. Pernyataan pendaftaran telah dinyatakan efektif oleh Bapepam.
- b. Laporan Keuangan Perusahaan telah diperiksa oleh akuntan publik yang terdaftar di Bapepam dengan pendapat Wajar Tanpa Pengecualian untuk tahun buku terakhir.
- c. Saham yang dicatatkan sekurang-kurangnya berjumlah satu juta saham.
- d. Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya dua ratus, dan pemegang saham tersebut masing-masing memiliki sekurang-kurangnya satu satuan perdagangan.
- e. Wajib mencatatkan seluruh saham yang telah disetor penuh, sepanjang tidak bertentangan dengan ketentuan tentang persentase kepemilikan saham oleh pemodal asing.
- f. Telah berdiri dan beroperasi sekurang-kurangnya tiga tahun.
- g. Dalam dua tahun terakhir, perusahaan memperoleh laba operasional dan laba bersih.
- h. Memiliki total kekayaan (*asset*) sekurang-kurangnya Rp. 20.000.000.000 (dua puluh miliar rupiah), modal sendiri (*equity*) sekurang-kurangnya Rp. 7.500.000.000 (tujuh miliar lima ratus juta rupiah), dan modal di setor sekurang-kurangnya Rp. 2.000.000.000 (dua miliar rupiah).
- i. Komisaris dan direksi memiliki reputasi yang baik.

Persyaratan sebagaimana dimaksud di atas tidak berlaku bagi saham yang dicatatkan atas permintaan Menteri Keuangan R.I.

## 2. Persyaratan Pencatatan Obligasi

- a. Pernyataan pendaftarannya telah efektif oleh Bapepam.
- b. Laporan keuangan perusahaan telah diperiksa oleh akuntan publik yang terdaftar di Bapepam dengan pendapat Wajar Tanpa Syarat untuk tahun buku terakhir.
- c. Nilai nominal obligasi yang akan dicatatkan sekurang-kurangnya 3 (tiga) tahun.
- d. Rentang waktu antara efektifnya pernyataan pendaftaran dengan permohonan pencatatan tak lebih dari 6 (enam) bulan, dan sisa jatuh tempo Obligasi sekurang-kurangnya 4 (empat) tahun.
- e. Perusahaan telah berdiri dan beroperasi sekurang-kurangnya 3 (tiga) tahun.
- f. Dalam 2 (dua) tahun buku terakhir, perusahaan memperoleh laba operasional, dan tidak terdapat saldo kerugian pada posisi keuangan yang terakhir.
- g. Komisaris dan Direksi memiliki reputasi yang baik.

Persyaratan sebagaimana yang dimaksud di atas tidak berlaku bagi Obligasi Pemerintah, Obligasi Pemerintah Daerah dan obligasi lain yang dicatatkan atas permintaan Menteri Keuangan R.I.

## 3. Persyaratan Pencatatan Reksa Dana

- a. Telah mendapatkan izin usaha dari Ketua Bapepam.
- b. Pernyataan Pendaftarannya telah dinyatakan efektif oleh Bapepam.
- c. Nilai nominal saham Reksa Dana yang ditawarkan sekurang-kurangnya Rp. 10.000.000.000 (sepuluh miliar rupiah).
- d. Jumlah pemegang saham, baik perorangan maupun lembaga sekurang-kurangnya 200 (dua ratus) pemodal dan pemegang saham tersebut masing-masing memiliki sekurang-kurangnya satu satuan perdagangan.
- e. Direksi dan Manajer Investasi memiliki reputasi yang baik.

Persyaratan sebagaimana dimaksud di atas tidak berlaku bagi saham Reksa Dana yang dicatatkan atas permintaan Menteri Keuangan R.I.

#### 4.1.3 Gambaran Umum Perusahaan Yang Diteliti

Dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, berdasarkan kriteria yang terdapat pada bab III. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001 sampai 2002. Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001 sampai 2002 sebanyak 149 perusahaan. Dalam tahun 2002 terdapat 57 perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen untuk tahun 2002 dan tahun buku 2001. Dari jumlah tersebut terdapat 53 perusahaan yang tidak melakukan *corporate action* yang lain seperti: pengumuman saham bonus, pengumuman dividen kas. Syarat *purposive sampling* berikutnya adalah aktif diperdagangkan selama periode penelitian. Yang memenuhi kriteria tersebut terdapat 24 perusahaan sampel. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini (urutan berdasarkan tanggal pengumuman dividen):

Tabel 4.1  
Daftar Nama Emiten

NO	KODE	NAMA	TGL PENGUMUMAN
1	KOMI	Komatsu Indonesia Tbk	1 Mei 2002
2	BATI	BAT Indonesia Tbk	10 Mei 2002
3	ARNA	Arwana Citra Mulia Tbk	12 Mei 2002
4	AUTO	Astra Otoparts Tbk	12 Mei 2002
5	MTDL	Metrodata Electronics Tbk	24 Mei 2002
6	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk	5 Juni 2002
7	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	5 Juni 2002
8	EKAD	Ekadharma Tape Industry Tbk	10 Juni 2002
9	KAEF	Kimia Farma Tbk	11 Juni 2002
10	LTLS	Lautan Luas Tbk	11 Juni 2002

11	TURI	Tunas Ridean Tbk	11 Juni 2002
12	GGRM	Gudang Garam Tbk	12 Juni 2002
13	INCI	Intanwijaya Chemical Ind. Tbk	14 Juni 2002
14	DYNA	Dynaplast Tbk	19 Juni 2002
15	HEXA	Hexindo Adi Perkasa	19 Juni 2002
16	ESTI	Ever Shine Textile Industry	20 Juni 2002
17	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	20 Juni 2002
18	SIMA	Siwani Makmur Tbk	20 Juni 2002
19	DNKS	Dankos Laboratories Tbk	27 Juni 2002
20	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	28 Juni 2002
21	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	2 Juli 2002
22	HMSP	HM Sampoerna Tbk	24 Juli 2002
23	PLAS	Plastpack Prima Industry	24 Juli 2002
24	INAF	Indofarma Tbk	5 Nopember 2002

Sumber: Bursa Efek Jakarta, data diolah.

## 4.2 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

### 4.2.1 Pengujian Normalitas Data

Pengujian normalitas data ini bertujuan untuk menentukan alat analisis yang tepat, apakah menggunakan alat statistik parametrik atau non parametrik. Pengujian normalitas data dapat dilakukan dengan alat uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov*. Hasil pengujian normalitas data disajikan dalam tabel 4.2.

Tabel 4.2

Hasil Pengujian Normalitas Data

Variabel	Asimp. Sig. (2-tailed)	Keterangan
AARt	0,883	Data berdistribusi normal
CAARt	0,948	Data berdistribusi normal
AUTVt	0,980	Data berdistribusi normal
CAUTVt	0,824	Data berdistribusi normal

Sumber: Lampiran 3, diolah.

Hasil dari pengujian normalitas data tersebut menunjukkan bahwa data dari variabel penelitian ini adalah normal. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitas *Asymp. Sig (2-tailed)* AARt sebesar 0,883, CAARt sebesar 0,948, AUTVt sebesar 0,980, CAUTVt sebesar 0,824. Dari hasil tersebut nilai probabilitas di atas 0,05, hal ini berarti bahwa distribusi data normal.

### 4.2.2 Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian hipotesis pertama adalah menguji adanya pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh adanya *average abnormal return* (AARt) dan *cumulative average abnormal return* (CAARt) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Langkah pertama yang dilakukan adalah dengan menghitung *return* aktual tiap-tiap saham dan *return* pasar per hari selama periode penelitian. Berdasarkan *return* aktual dan *return* pasar tersebut, maka dapat dihitung  $\alpha$  dan  $\beta$  dengan menggunakan regresi. Dari nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  yang telah dihitung maka dapat dihitung *Expected Return* dari periode peristiwa. *Abnormal return* diperoleh dengan mencari selisih antara *return* aktual dengan *expected return* (hasil yang diharapkan). *Abnormal return* yang diperoleh bisa bernilai positif dan negatif. *Abnormal return* bernilai positif jika *return* aktual

lebih besar dari *expected return*. *Abnormal return* bernilai negatif jika *expected return* lebih besar dari *return* aktual. *Cumulative average return* diperoleh dari akumulasi *abnormal return*. *Average abnormal return* untuk tiap periode peristiwa dari seluruh perusahaan diperoleh dengan membagi *cumulative average return* dengan jumlah perusahaan sampel. CAARt diperoleh dengan mengakumulasi AARt hari ini dengan AARt hari sebelumnya.

Untuk menguji hipotesis ini dilakukan melalui uji t dengan menggunakan *One-Sample T-Test*. Uji *One Sample T-test* digunakan untuk menguji adanya pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh adanya *average abnormal return* (AARt) dan *cumulative average abnormal return* (CAARt) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan *average abnormal return* (AARt) dengan nol. Jika secara statistik  $AARt = 0$ , maka dapat disimpulkan terjadi *average abnormal return* yang signifikan. Jika secara statistik *average abnormal return* (AARt)  $\neq 0$  maka dapat disimpulkan tidak terjadi *average abnormal return*. Dasar pengambilan keputusan:

1. Berdasar perbandingan t hitung dengan t tabel:
  - a. Jika statistik hitung (angka t output)  $>$  t tabel (statistik tabel),  $H_0$  ditolak.
  - b. Jika statistik Hitung (angka t output)  $<$  t tabel (statistik tabel),  $H_0$  diterima.
2. Berdasar nilai probabilitas:
  - a. Jika probabilitas  $>$  0,05,  $H_0$  diterima.
  - b. Jika probabilitas  $<$  0,05,  $H_0$  ditolak.

Hasil analisis statistik ini dapat ditunjukkan dalam tabel 4.3:

**Tabel 4.3**

**Ringkasan Hasil Uji t (*One Sample T-Test*) untuk AARt dan CAARt)**

NO	KETERANGAN	NILAI PROBABILITAS	NILAI T HITUNG
1	AARt	0,827	-0,224
2	CAARt	0,816	-0,239

Sumber: lampiran 4, diolah.

Pada tabel 4.3 dapat dilihat bahwa *average abnormal return* selama periode peristiwa yaitu lima hari sebelum, pada saat, lima hari sesudah pengumuman

dividen menunjukkan tidak adanya perbedaan *average abnormal return* yang signifikan. Hal ini dapat dilihat dengan membandingkan antara  $t$  hitung dan  $t$  tabel dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis

$H_0$ :  $AAR_t = 0$ , tidak terjadi *abnormal return* yang signifikan.

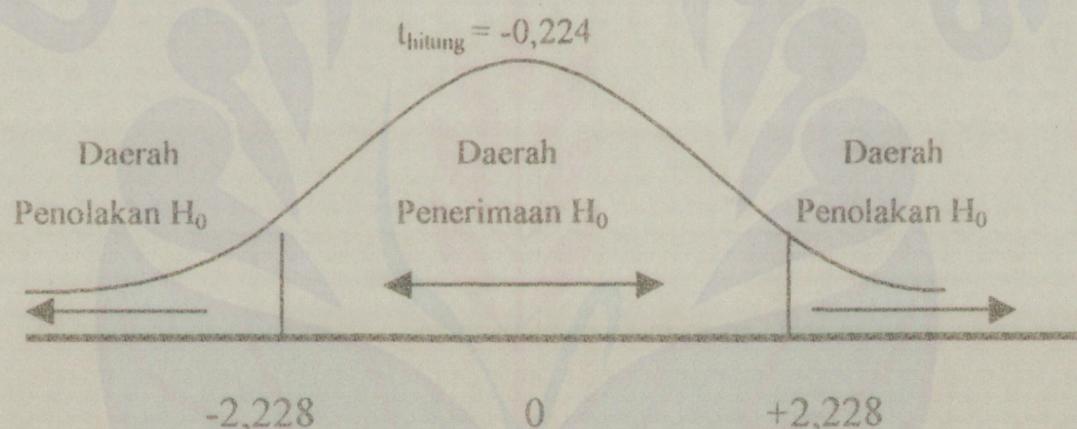
$H_a$ :  $AAR_t \neq 0$ , terjadi *abnormal return* yang signifikan.

2. Menguji nilai  $t$  hitung

Dari tabel 4.3 dapat diketahui nilai  $t$  hitung sebesar  $-0,224$ , sedangkan  $t$  tabel dapat diketahui dengan melihat tabel distribusi  $t$  pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 10 dan taraf kesalahan 2,5% diperoleh angka  $t$  tabel yaitu 2,228.

3. Menentukan besarnya tingkat signifikansi,  $\alpha = 5\%$

4. Hasil dari perhitungan  $t$  hitung dibandingkan dengan  $t$  tabel.



Karena nilai  $t$  hitung sebesar  $-0,224$  diantara  $-2,228$  dan  $2,228$  maka  $t$  hitung berada di daerah penerimaan  $H_0$ . Dari tabel 4.3 dapat dilihat nilai probabilitas sebesar 0,827, oleh karena probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  diterima.

Berdasarkan hasil dari kedua nilai statistik tersebut ( $t$  hitung dan nilai probabilitas) dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima yang berarti tidak terjadi *average abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Dengan demikian investor tidak mendapatkan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen yang menandakan bahwa pengumuman dividen tidak membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Pada tabel 4.3 juga dapat dilihat *cumulative average abnormal return* pada periode peristiwa menunjukkan tidak adanya perbedaan *cumulative average abnormal return* yang signifikan. Hal ini dapat dilihat dengan membandingkan antara  $t$  hitung dan  $t$  tabel dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis

$H_0$ :  $AAR_t = 0$ , tidak terjadi *cumulative average abnormal return* yang signifikan

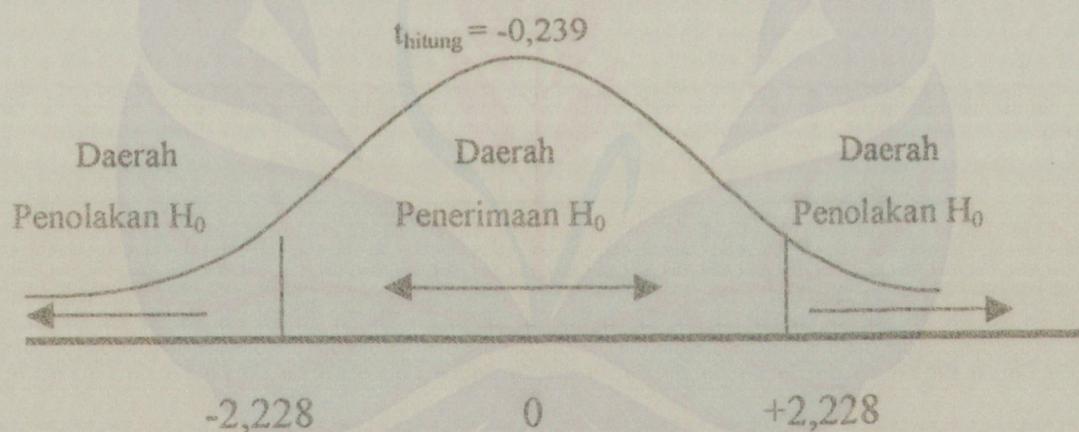
$H_a$ :  $AAR_t \neq 0$ , terjadi *cumulative average abnormal return* yang signifikan.

2. Menentukan besarnya tingkat signifikansi,  $\alpha = 5\%$

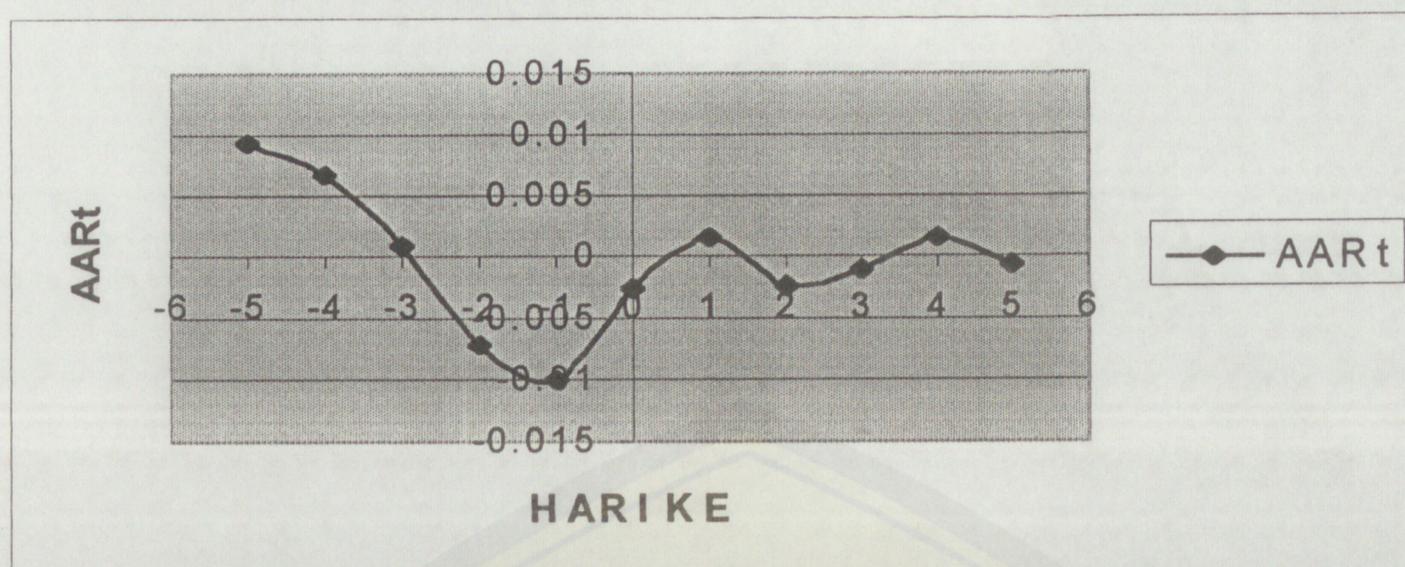
3. Menguji nilai  $t$  hitung

Dari tabel 4.3 dapat diketahui nilai  $t$  hitung sebesar  $-0,239$ , sedangkan  $t$  tabel dapat diketahui dengan melihat tabel distribusi  $t$  pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 10 dan taraf kesalahan 2,5% diperoleh angka  $t$  tabel yaitu 2,228.

4. Hasil dari perhitungan  $t$  hitung dibandingkan dengan  $t$  tabel.



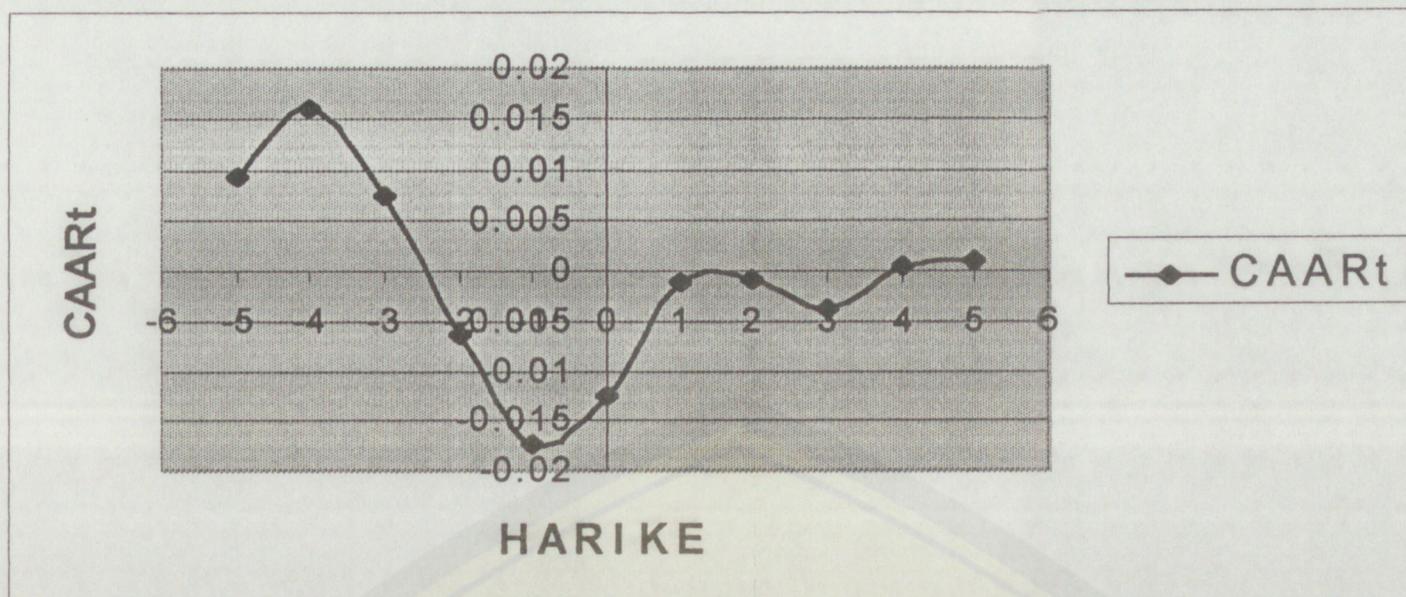
Statistik tabel dapat diketahui dengan melihat tabel distribusi  $t$  pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 10 dan taraf kesalahan 2,5% diperoleh angka  $t$  tabel sebesar 2,228. Sehingga nilai  $t$  hitung *cumulative average abnormal return* sebesar  $-0,239$  berada diantara  $-2,228$  dan  $2,228$  yang berarti  $t$  hitung berada dalam daerah penerimaan  $H_0$ . Nilai probabilitas CAART sebesar 0,816 lebih besar dari 0,05 maka  $H_0$  diterima yang berarti tidak terjadi *cumulative average abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.



Gambar 4.1 Grafik *Average Abnormal Return* Pada Periode Peristiwa  
Sumber: lampiran 1, data diolah.

Dari grafik AARt (gambar 4.1) dapat diketahui AARt pada periode peristiwa yaitu 11 hari, terdapat 6 hari di antaranya mempunyai nilai *average abnormal return* (AARt) positif dan 5 hari lainnya mempunyai *average abnormal return* (AARt) yang negatif. AARt negatif terjadi pada H-2, H-1, H0, H+2, H+3, H+5, dan nilai AARt positif terjadi pada H-5, H-4, H-3, H+1, H+4. *Average abnormal return* (AARt) negatif terbesar terjadi pada satu hari sebelum *event date* (H-1) sebesar  $-0,01005$ . *Average abnormal return* (AARt) positif terbesar terjadi pada H-5 sebesar  $0,009303$ . Dari grafik tersebut dapat dilihat bahwa dari H-5 menuju H-1 terjadi penurunan AARt. Pada H-1 menuju H+1 terjadi kenaikan AARt. Meski tidak memiliki pengaruh yang signifikan, pada saat *event date* (H0) mengindikasikan bahwa pasar bereaksi secara positif seketika terhadap adanya pengumuman dividen yang dikeluarkan pada saat rapat umum pemegang saham.

Pada saat *event date* investor tidak memperoleh *abnormal return* yang ditunjukkan dengan nilai *average abnormal return* yang negatif. Pada H+1 investor bisa memperoleh *abnormal return* yang ditunjukkan dengan nilai AARt yang positif. Investor memperoleh informasi melalui media elektronik maupun media cetak yang selanjutnya disikapi oleh investor dengan melakukan aksi membeli saham perusahaan yang mengumumkan membagikan dividen yang pada akhirnya dapat mendongkrak nilai saham perusahaan yang bersangkutan. Walaupun pada H+2 terjadi penurunan nilai AARt tetapi pada H+3 dan H+4 terjadi kenaikan kembali nilai AARt.



Gambar 4.2 Grafik *Cumulative Average Abnormal Return* Pada Periode Peristiwa  
Sumber: lampiran 1, data diolah.

Pada gambar 4.2, grafik CAARt pada periode peristiwa terdapat nilai CAARt negatif yang terjadi pada H-2, H-1, H0, H+1, H+2, H+3 dan nilai CAARt yang positif terjadi pada hari H-5, H-4, H-3, H+4, H+5. *Cumulative abnormal return* (CAARt) negatif terbesar terjadi pada satu hari sebelum *event date* (H-1) sebesar  $-0.017284$ . *Cumulative abnormal return* (CAARt) positif terbesar terjadi pada H-4 sebesar  $0,015979$ .

Dengan mengamati grafik tersebut dapat dilihat bahwa mula-mula terjadi kenaikan pada H-5 hingga H-4, kemudian terjadi penurunan dari H-4 hingga H-1. Kemudian terjadi peningkatan dari H-1 sampai dengan H+1. Hal tersebut mengindikasikan bahwa dengan adanya pengumuman dividen membuat pelaku pasar membeli saham. Namun investor tidak mendapatkan *abnormal return*. Pada H+2 terjadi penurunan tetapi pada H+3 dan H+4 terjadi peningkatan. Hal ini bisa terjadi karena investor memutuskan untuk membeli saham perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen pada hari-hari terakhir sebelum tanggal pencatatan. Pembeli dan penjual saham masih mempunyai beberapa hari untuk menyelesaikannya, yaitu membayar saham atau menyerahkannya, dalam hal penjualan.

Ketika dewan komisaris perusahaan mengumumkan dividen kas, dewan itu menetapkan tanggal pencatatan. Pada penutupan usaha pada hari itu (tanggal pencatatan), suatu daftar pemegang saham disusun dari buku transfer saham perusahaan. Para pemegang saham pada daftar tersebut berhak atas dividen,

sedangkan para pemegang saham yang tercatat pada buku itu setelah tanggal pencatatan tidak berhak atas dividen.

Hasil dari penelitian ini sesuai dengan *dividend irrelevant theory* yang dikemukakan oleh Modigliani Miller (MM). Mereka menegaskan bahwa pembayaran dividen tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Para investor dapat menjual sahamnya apabila dividen lebih kecil dari yang mereka harapkan. Apabila dividen lebih besar dari yang diharapkan, para investor dapat membeli saham tambahan dalam perusahaan tersebut.

Meskipun dari hasil penelitian ini tidak ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen, grafik AARt dan grafik CAARt pada periode sebelum pengumuman dividen cenderung terjadi kenaikan saham. Hal ini dapat dilihat dari adanya kenaikan *average abnormal volume* yang positif dan kenaikan *cumulative average abnormal volume* yang positif tetapi selanjutnya mengalami penurunan. Pada periode setelah pengumuman dividen terjadi kenaikan *average abnormal volume* dan *cumulative average abnormal volume* walaupun tidak sebesar sebelum pengumuman dividen. Hal ini menunjukkan terdapat *insider trading*, tetapi kemudian harga saham dapat dengan cepat menyesuaikan ke harga keseimbangan yang baru.

Hasil dari penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Jogiyanto (2001) dan Setiawan dan Hartono (2002) yang mendukung bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang berguna bagi investor. Hal ini disebabkan dalam penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya menggunakan sampel perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat serta memasukkan variabel pertumbuhan perusahaan. Dalam penelitian ini hanya ingin menguji pengaruh pengumuman dividen (meningkat, menurun, stabil) terhadap harga saham.

#### 4.2.3 Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua ini menguji pengaruh pengumuman dividen terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan oleh adanya *average unexpected*

*trading volume* (AUTVt) dan *cumulative average unexpected trading volume* (CAUTVt) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Untuk menghitung *average unexpected trading volume* (AUTVt) dan *cumulative average unexpected trading volume* (CAUTVt) langkah pertama adalah menghitung perubahan volume perdagangan harian tiap-tiap saham dan perubahan volume perdagangan pasar yang terjadi selama periode penelitian. Berdasarkan volume perdagangan harian tiap-tiap saham dan volume perdagangan pasar pada periode estimasi, maka dapat dihitung  $\alpha$  dan  $\beta$  dengan menggunakan regresi.

Dari nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  yang telah dihitung maka dapat dihitung estimasi volume perdagangan per saham per hari selama periode peristiwa. *Unexpected trading volume* diperoleh dengan membandingkan (mencari selisih) antara volume perdagangan saham harian dengan volume perdagangan yang diharapkan. *Unexpected trading volume* yang diperoleh investor memiliki dua arah: bernilai positif dan negatif. *Unexpected trading volume* bernilai positif jika volume transaksi saham sesungguhnya lebih besar dari volume transaksi saham yang diharapkan. *Unexpected trading volume* bernilai negatif jika volume transaksi saham yang diharapkan lebih besar dari volume transaksi saham sesungguhnya. Setelah menghitung *unexpected trading volume* langkah selanjutnya adalah menghitung *cumulative unexpected trading volume* yaitu akumulasi dari *unexpected trading volume*. Langkah selanjutnya adalah menghitung AUTV yaitu dengan membagi *cumulative unexpected trading volume* dengan jumlah perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian. *Cumulative average unexpected trading volume* diperoleh dengan mengakumulasi *average unexpected trading volume* selama periode peristiwa.

Untuk menguji hipotesis ini dilakukan melalui uji t dengan menggunakan *One-Sample T-Test*. Setelah t hitung diketahui langkah selanjutnya adalah membandingkan dengan t tabel. Dalam penelitian ini, tingkat signifikansi sebesar 5% dengan *degree of freedom* 10. Untuk hasil perhitungan nilai AUTVt, CAUTVt dapat dilihat dalam tabel 4.4.

Tabel 4.4

## Ringkasan Hasil Uji T (One Sample T-Test) untuk AUTVt, CAUTVt

NO	KETERANGAN	NILAI PROBABILITAS	NILAI T HITUNG
1	AUTVt	0,003	3,973
2	CAUTVt	0,000	5,770

Sumber: lampiran 5, diolah.

Hasil analisis statistik yang ditunjukkan dalam tabel 4.4 bahwa *average unexpected trading volume* dan *cumulative average unexpected trading volume* pada periode peristiwa yaitu lima hari sebelum, pada saat, dan lima hari sesudah pengumuman dividen menunjukkan adanya perbedaan volume perdagangan yang nyata (signifikan). Hal ini dapat dilihat dengan membandingkan antara t hitung dan t tabel dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis

$H_0$ : AUTVt = 0, tidak terjadi *average unexpected trading volume* yang signifikan.

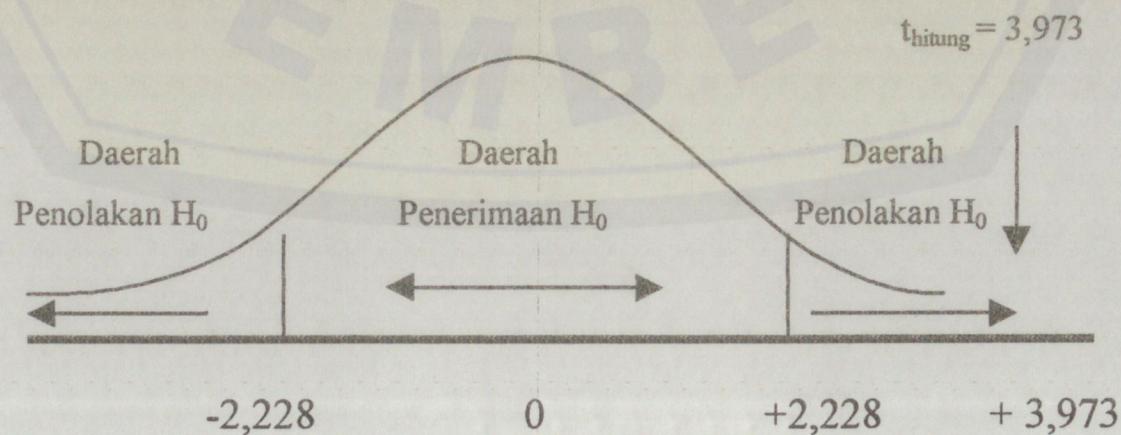
$H_a$ : AUTVt  $\neq$  0, terjadi *average unexpeted trading volume* yang signifikan.

2. Menetapkan tingkat signifikansi sebesar 5%

3. Menguji nilai t hitung

Dari tabel 4.4 dapat diketahui nilai t hitung sebesar 3,973 sedangkan t tabel dapat diketahui dengan melihat tabel distribusi t pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 10 dan taraf kesalahan 2,5% diperoleh angka t tabel yaitu 2,228.

4. Hasil dari perhitungan t hitung dibandingkan dengan t tabel.



Karena nilai t hitung sebesar 3,973 lebih lebih besar dari nilai t tabel maka t hitung berada di daerah penolakan  $H_0$ . Dari tabel 4.3 dapat dilihat nilai

probabilitas sebesar 0,003, oleh karena probabilitas  $< 0,05$  maka  $H_0$  ditolak.

Berdasarkan hasil dari kedua nilai statistik tersebut ( $t$  hitung dan nilai probabilitas) dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  ditolak yang berarti terjadi *average unexpected trading volume* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Pada tabel 4.4 juga dapat dilihat *cumulative unexpected trading volume* pada periode peristiwa menunjukkan adanya perbedaan *cumulative average abnormal return* yang signifikan. Hal ini dapat dilihat dengan membandingkan antara  $t$  hitung dan  $t$  tabel dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis

$H_0$ :  $AAR_t = 0$ , tidak terjadi *cumulative unexpected trading volume* yang signifikan.

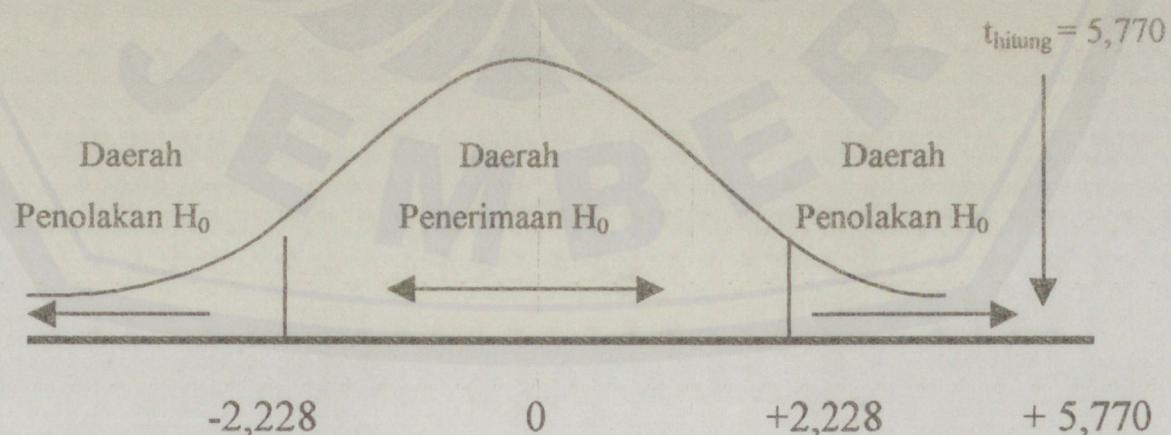
$H_a$ :  $AAR_t \neq 0$ , terjadi *cumulative unexpected trading volume* yang signifikan.

2. Menentukan besarnya tingkat signifikansi,  $\alpha = 5\%$

3. Menguji nilai  $t$  hitung

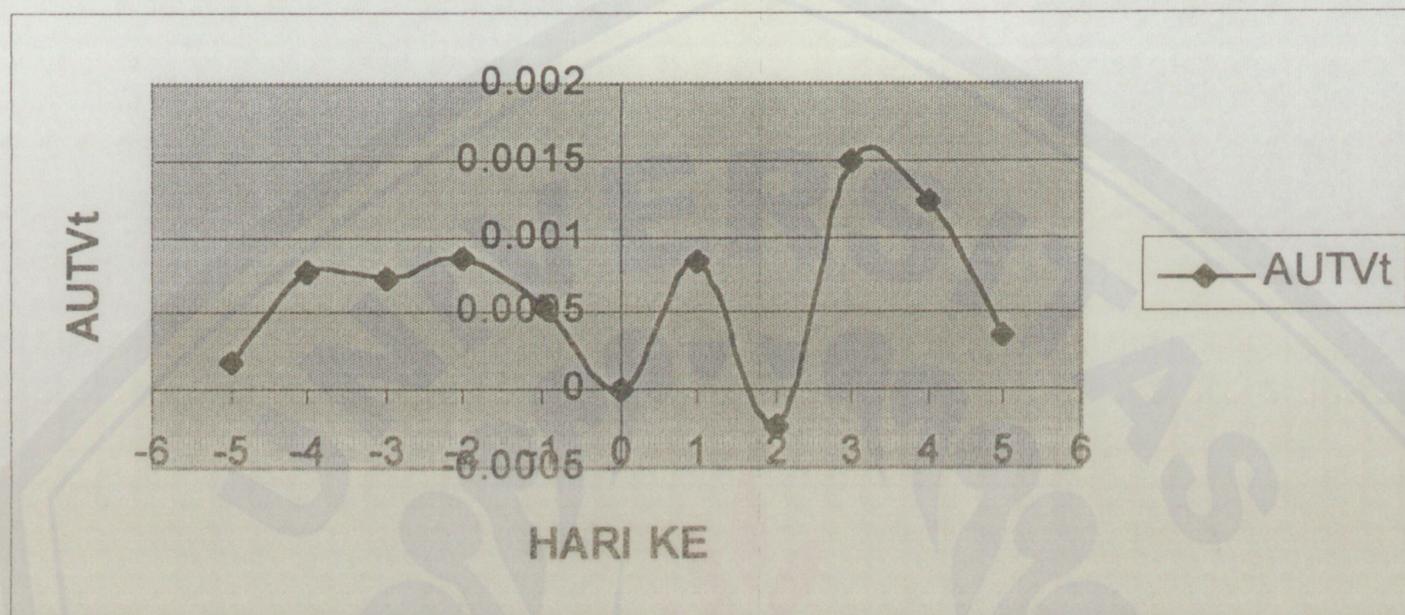
Dari tabel 4.3 dapat diketahui nilai  $t$  hitung sebesar 5,770, sedangkan  $t$  tabel dapat diketahui dengan melihat tabel distribusi  $t$  pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 10 dan taraf kesalahan 2,5% diperoleh angka  $t$  tabel yaitu 2,228.

4. Hasil dari perhitungan  $t$  hitung dibandingkan dengan  $t$  tabel.



Statistik tabel dapat diketahui dengan melihat tabel distribusi  $t$  pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 10 dan taraf kesalahan 2,5% diperoleh angka  $t$  tabel sebesar 2,228. Sehingga nilai  $t$  hitung *cumulative unexpected trading volume* sebesar 5,770 lebih besar dari  $t$  tabel yang berarti  $t$  hitung berada

dalam daerah penolakan  $H_0$ . Nilai probabilitas CAARt sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 maka  $H_0$  ditolak yang berarti terjadi *cumulative average abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Dari kedua nilai tersebut baik dari  $t$  hitung maupun probabilitas dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen memiliki pengaruh terhadap volume perdagangan saham.

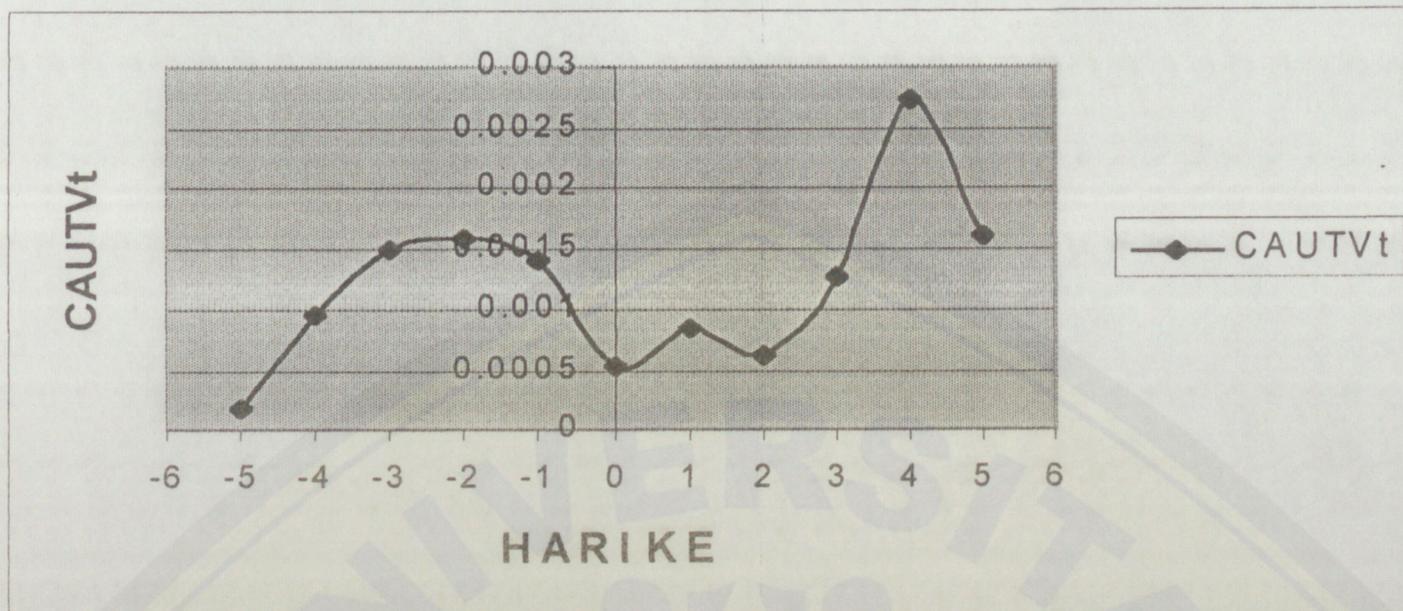


Gambar 4.3 Grafik *Average Unexpected Trading Volume* Pada Periode Peristiwa  
Sumber: lampiran 2, data diolah.

Dari gambar 4.3 terdapat 2 hari bursa yang memiliki *average unexpected trading volume* yang negatif yaitu  $H_0$ ,  $H+2$ . Dari grafik tersebut juga terdapat 9 hari bursa yang memiliki *average unexpected trading volume* yang positif yang terjadi pada  $H-5$ ,  $H-4$ ,  $H-3$ ,  $H-2$ ,  $H-1$ ,  $H+1$ ,  $H+3$ ,  $H+4$ ,  $H+5$ . Nilai *average unexpected trading volume* (AUTVt) terbesar terjadi pada hari ke tiga setelah *event date* ( $H+3$ ) sebesar 0,00149. Nilai *average unexpected trading volume* (AUTVt) terkecil terjadi pada hari kedua setelah *event date* ( $H+2$ ) sebesar -0,000226.

Dengan mengamati grafik tersebut nampak pergerakan AUTVt dari  $H-5$  hingga  $H-4$  mengalami kenaikan, dari  $H-4$  mengalami penurunan hingga  $H-3$ ,  $H-3$  mengalami kenaikan hingga  $H-2$ , dari  $H-2$  mengalami penurunan hingga  $H_0$ . Hal ini dimungkinkan terdapat kebocoran informasi mengenai tanggal diumumkannya pembagian dividen. Hal ini juga menunjukkan bahwa investor merespon secara positif pengumuman dividen yang ditunjukkan dengan kenaikan volume

perdagangan saham perusahaan yang membagikan dividen. Dari H0 hingga H+1 terjadi kenaikan dan pada H+2 mengalami penurunan. Pada H+3 terjadi kenaikan dan mencapai puncaknya tetapi pada H+4 dan H+5 mengalami penurunan.



Gambar 4.4 Grafik *Cumulative Average Unexpected Trading Volume* Pada Periode Peristiwa  
Sumber: lampiran 2, data diolah.

Pada gambar 4.4 kita dapat melihat bahwa nilai *unexpected trading volume* positif pada periode peristiwa yaitu pada H-5, H-4, H-3, H-2, H-1, H0, H+1, H+2, H+3, H+4, H+5. Nilai *cumulative unexpected trading volume* (CAUTVt) terbesar terjadi pada hari ke-4 setelah *event date* sebesar 0,00273. Dan nilai *cumulative unexpected trading volume* terkecil terjadi pada hari ke lima sebelum *event date* sebesar 0,000187.

Dari gambar tersebut kita juga dapat mengamati pergerakan CAUTVt. Dari H-5 mengalami kenaikan hingga H-2. Dari H-1 mengalami penurunan hingga H0. Namun pada H+1 terjadi penurunan nilai CAUTVt. Kemudian dari H+2 mengalami kenaikan hingga H+4. Dan pada H+5 terjadi penurunan nilai CAUTVt.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Beza dan Na'im (1998). Bahwa volume perdagangan secara signifikan bertambah pada saat perusahaan melakukan pengumuman dividen. Penelitian ini juga mendukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968) yang menyatakan bahwa dihubungkan dengan volume, suatu pengumuman memiliki kandungan informasi apabila jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih besar ketika laba diumumkan daripada saat waktu lain selama tahun tersebut. Dalam penelitian ini peristiwa yang diteliti adalah pengumuman dividen.

Dalam teori kandungan informasi, bahwa suatu pengumuman akan membawa suatu informasi jika terdapat peningkatan dalam harga saham maupun volume perdagangan saham. Dalam penelitian ini dihasilkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang signifikan yang dapat merubah persepsi pasar (ditinjau dari terdapatnya rata-rata perubahan volume perdagangan yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen).

#### 4.2.4 Pengujian Hipotesis Ketiga

Dalam hipotesis ketiga untuk menguji adanya korelasi (hubungan) antara harga saham dan volume perdagangan saham yang ditunjukkan oleh *average abnormal return* dan *average unexpected trading volume*. Pengujian hipotesis ini menggunakan alat uji korelasi Pearson dan tes signifikansi *Two-Tailed* dengan taraf signifikansi sebesar 5%.

Setelah angka korelasi didapat selanjutnya adalah menguji apakah angka korelasi yang didapat benar-benar signifikan atau dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara AARt dengan CAUTVt. Langkah-langkah pengujiannya adalah:

1. Merumuskan hipotesis

Ho: tidak terdapat korelasi (hubungan) antara AARt dengan CAUTVt atau angka korelasi 0.

H1: ada hubungan antara AARt dengan CAUTVt atau angka korelasi tidak 0

2. Pengambilan keputusan

Berdasarkan nilai probabilitas yang diajukan oleh Singgih Santoso (2003):

Jika probabilitas  $> 0,05$ , Ho diterima.

Jika probabilitas  $< 0,05$ , Ho ditolak.

Dari hasil analisis statistik diperoleh angka signifikansi  $0,980 > 0,05$  yang berarti Ho diterima. Hal ini menandakan bahwa perubahan volume perdagangan tidak ada korelasi (hubungan) dengan perubahan harga saham di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Dalam pengujian tersebut juga didapat angka korelasi sebesar 0.008 menunjukkan korelasi (hubungan) antara AARt dengan CAUTVt lemah. Hal ini

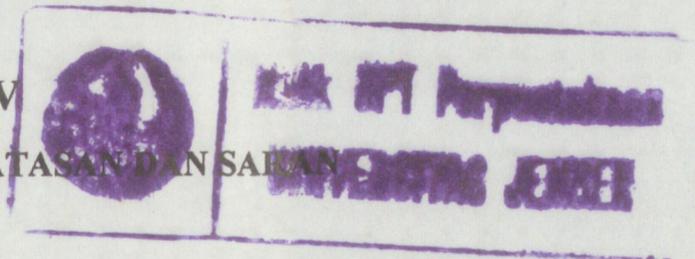
menunjukkan bahwa kenaikan harga saham tidak selalu sebagai akibat dari kenaikan volume perdagangan saham. Karena kenaikan harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh peristiwa pengumuman dividen tetapi masih banyak faktor lain yang bisa mempengaruhi harga saham seperti nilai perusahaan tersebut.

Penafsiran korelasi bisa ditunjukkan dengan tanda korelasi. Tanda – (negatif) pada output (lampiran 6) menunjukkan adanya arah hubungan yang berlawanan, sedangkan tanda + (positif) menunjukkan arah hubungan yang sama. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan korelasi yang positif berarti terdapat korelasi searah antara volume perdagangan dengan harga saham walaupun tidak signifikan.

Hasil pengujian hipotesis ketiga ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995), Bandi dan Jogiyanto (1999). Dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa reaksi harga berhubungan dengan reaksi volume perdagangan. Hal ini disebabkan karena metode pengujian yang berbeda. Dalam penelitian terdahulu menggunakan analisis tabel kontijensi untuk melihat dependensi hubungan reaksi harga dan volume serta menggunakan analisis korelasi Pearson. Dalam penelitian ini menggunakan analisis korelasi Pearson, karena dalam penelitian ini hanya ingin menguji adanya korelasi antara harga saham dan volume perdagangan.

## BAB V

## KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN



### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, dapat disimpulkan:

1. Hasil pengujian terhadap *average abnormal return* (AARt) selama periode peristiwa menunjukkan tidak terjadi *average abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian.
2. Hasil pengujian terhadap *cumulative average abnormal return* (CAARt), selama periode peristiwa menunjukkan tidak terjadi *cumulative average abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
3. Nilai AARt dan CAARt negatif selama periode pengujian berarti volume transaksi aktual saham yang terjadi lebih kecil dibandingkan volume transaksi yang diharapkan. Hal ini menunjukkan bahwa ada reaksi negatif dari investor di sekitar tanggal pengumuman dividen.
4. Hasil pengujian terhadap *average unexpected trading volume* (AUTVt) menunjukkan terjadi *average unexpected trading volume* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Hal ini berarti terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
5. Hasil pengujian terhadap *cumulative average unexpected trading volume* menunjukkan terjadi *cumulative average unexpected trading volume* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
6. Nilai *average unexpected trading volume* dan *cumulative unexpected trading volume* yang positif selama periode peristiwa berarti volume transaksi yang diharapkan lebih besar daripada volume transaksi aktual. Hal ini menunjukkan bahwa ada reaksi positif dari investor di sekitar tanggal pengumuman dividen.
7. Hasil penelitian terhadap korelasi antara *average unexpected trading volume* dengan *average abnormal return* menunjukkan tidak terdapat korelasi antara

*average unexpected trading volume* dengan *average abnormal return*. Hal ini menandakan bahwa perubahan volume perdagangan tidak ada korelasi (hubungan) dengan perubahan harga saham di sekitar tanggal pengumuman dividen.

8. Perubahan harga saham tidak dipengaruhi oleh peristiwa pengumuman dividen. Terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi perubahan harga saham. Faktor internal dari perusahaan adalah nilai perusahaan itu sendiri. Sedangkan faktor eksternal adalah kondisi politik dan ekonomi negara, isu-isu yang berkembang. Karena kondisi pasar modal di Indonesia adalah pasar yang tipis (Setiawan dan Hartono, 2002), yaitu banyak saham tidur atau jarang diperdagangkan.
9. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu. Pada pengujian hipotesis yang pertama berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Jogiyanto (2001) dan Setiawan dan Hartono (2002) yang mendukung bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang berguna bagi investor. Pada pengujian hipotesis yang kedua, hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Beza dan Na'im (1998) juga mendukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968). Pengujian hipotesis yang ketiga berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995), Bandi dan Jogiyanto (1999). Perbedaan ini disebabkan periode penelitian yang berbeda, sampel yang digunakan dalam penelitian yang berbeda serta metode penelitian yang berbeda.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan:

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini pengambilannya berdasarkan *purposive sampling*, sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi.
2. Penelitian ini dilakukan pada pasar modal Indonesia yang tipis (*thin market*) sehingga hasil penelitiannya mungkin bias.

3. Periode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2002, sehingga sampel yang digunakan sedikit jumlahnya.
4. Penelitian ini hanya menguji adanya kandungan informasi dividen.

### 5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian, saran yang dapat diberikan adalah:

1. Bagi investor, hasil dalam penelitian ini dapat memberikan input agar mereka lebih berhati-hati dalam merespon sinyal-sinyal yang diberikan oleh perusahaan emiten. Investor perlu menganalisis lebih lanjut informasi yang diberikan oleh emiten dalam hal ini adalah pengumuman dividen untuk mengetahui prospek perusahaan yang sebenarnya agar mereka tidak mudah terpengaruh dengan adanya *corporate action* tersebut.
2. Karena kondisi pasar di Bursa Efek Jakarta sebagai pasar yang tipis, bagi peneliti berikutnya disarankan memakai beta yang telah dikoreksi dengan menggunakan metode Fowler dan Rorke (1983), Dimson (1979) dan Scholes dan Williams (1977).
3. Penelitian berikutnya dapat melakukan penelitian pengujian efisiensi pasar secara keputusan serta ketepatan reaksi pasar karena dalam penelitian ini hanya menguji adanya kandungan informasi dividen.
4. Peneliti berikutnya dapat memperpanjang periode penelitian agar sampel yang diperoleh lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph, Itzhak Swary, 1980, "Quarterly dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *The Journal Of Finance*, Vol.XXXV, No.1, March.
- Bamber, Linda Smith, Youngsoon Susan Cheon, 1995, "Diffeential Price and Volume Reaction to Accounting Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol.7, No.3, July, p.417-441.
- Bandi, Jogiyanto Hartono, 1999, "Prilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Deviden", *Makalah SNA II*, September, hal. 1-12.
- Beza, Berhanu, Ainun Na'im, 1998, "The Information Content of Annual Earnings Announcements: a trading Volume Approach", *JRAI*, Vol.1, No.2, Juli, hal.163-173.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Markus, 2001, *Essential of Investment*, 4<sup>th</sup> edition, McGraw Hill, Singapore.
- Chibtiyah, Nunuk, 2001, *Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Volume Transaksi Saham*, Skripsi, FE Universitas Airlangga, Surabaya.
- Darmadji, Tjiptono, hendy M. Fakhruddin, 2001, *Pasar Modal di Indonesia: pendekatan tanya jawab*, Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta.
- Hapsari, Puspa Aulia, 2000, *Pengaruh Pengumuman Deviden Terhadap Harga Saham Dan Volume Perdagangan Saham Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000*, Skripsi S-1 Akuntansi, FE Universitas Brawijaya, Malang.
- Husnan, Suad, Eddy Pudjiastuti, 1993, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Pertama, AMP YPKN, Yogyakarta.
- Indriantoro, Nur, Bambang Supomo, 2002, *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen*, Edisi Pertama BPFE Yogyakarta.
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, BPFE Yogyakarta.
- Jones, Charles P, 1999, *Investment Analysis and Management*, 7<sup>th</sup> edition, John Wiley & Sons Inc., USA.

- Lestari, Trivera Setyo, 2000, *Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Dividen*, Skripsi S-1 Akuntansi, FE Universitas Brawijaya, Malang.
- Santoso, Singgih, 2003, *Mengatasi Berbagai Masalah Statistik Dengan SPSS Versi 11.5*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Setiawan, Doddy, Jogiyanto Hartono, 2002, "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat", *SNA V*, Semarang, September.
- Sitompul, Asril, 1996, *Pasar Modal: Penawaran Umum dan Permasalahannya*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung.
- Subekti, Imam, MAF Suprapti, 2002, "Asosiasi Antara Potensi Pertumbuhan Perusahaan Dengan Volume Perdagangan Saham dan Asimetri Informasi", *SNA V*, Semarang, September.
- Sujoko, Jogiyanto, 2001, "Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar: Pengujian Terhadap Dividend Signalling Theory Studi Empiris di BEJ", *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, Vol.1, No.2, Agustus, hal.42-69.
- Suparmono, 2000, "Dividend Anouncement Effect On Stock Return: A Test of Signaling Hypothesis in The Indonesian Stock Market", *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol.2, No.3, September, p.351-368.
- Van Horne, James C., 1988, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi 6, Terjemahan Marianus Sinaga, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Copeland, 1992, *Manajemen keuangan*, Jilid 1, Edisi 8, terjemahan Jaka Wasana, Bina Rupa Aksara, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Copeland, 1991, *Manajemen keuangan*, Jilid 2, Edisi 8, terjemahan Jaka Wasana, Bina Rupa Aksara, Jakarta
- Widarno, Bambang, 2000, *Kandungan Informasi dan Pengumuman Laporan Laba Rugi Tahunan: Suatu Pendekatan Volume Perdagangan (Studi pada Bursa Efek Jakarta)*, Tesis S2, Manajemen Keuangan, Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Wilopo, Jogiyanto H.M., 2001, "The Intra Industry Effect of Dividend Annuncement The Case Of Three Capital Market", *SNA IV*.
- , 2003, *Fact book*, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.

- , 1995, *Bursa Efek Jakarta*, 4<sup>th</sup> Edition, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2003, *Indonesian Capital Market Directory*, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, January, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, February, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, March, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, April, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, May, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, June, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, July, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, August, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, September, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, October, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, November, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 2002, *JSX Monthly Statistic*, December, R & D, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.
- , 1995, *Sekilas tentang PT Bursa Efek Jakarta*, Jakarta Stock Exchange, Jakarta.