

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 5 - Nomor 1, Juni 2008

HUBUNGAN ANTARA SINYAL DIVIDEN TUNAI DENGAN KINERJA OPERASIONAL DAN KINERJA PASAR

Ni Made Ria Kurniasih Astuty
Pasca Sarjana Ilmu Akuntansi FEUI
maderia99@yahoo.com

Sylvia Veronica Siregar
Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
sylvia_vnps@yahoo.com

Absract

This research aims at examining dividend-signaling hypothesis by testing the relationship between dividend changes and operational performance as well as market performance. The sample consists of 75 firms for the period 2000-2005. The analysis employed are multiple regressions and event study.

The results on operational performance show that (1) dividend increase (with earnings increase or earnings decrease) correlates significantly with the increase of next period company's profitability, (2) dividend decrease and earnings decrease negatively correlate with next period company's profitability, (3) dividend decrease and earnings increase positively correlate with next period company's profitability, and (4) unchanged dividend does not correlate with next period company's profitability. The evidence on market performance (cumulative abnormal return surrounding dividend announcement date) shows that dividend changes have significant effect on cumulative abnormal return for five and ten days around announcement date. Evidences from this research show that dividend signaling hypothesis is not fully supported.

Keywords: *dividend per share, earnings, cumulative abnormal return, company profitability*

PENDAHULUAN

Dividen merupakan salah satu bentuk *return* yang mungkin diperoleh investor selain *capital gain*. Sedangkan bagi perusahaan, dividen merupakan “*cost*” atas sumber dana yang diperoleh dari investor untuk membiayai kegiatan usahanya.

Penelitian yang dilakukan oleh Hartono et al. (2003) dengan menggunakan pendekatan *decisional efficient market* menunjukkan kenaikan nilai dividen menghasilkan reaksi yang positif pada tanggal pengumuman di pasar modal Indonesia. Dengan demikian pengumuman kenaikan dividen memiliki *information content*¹ dan pasar bereaksi cepat. Efek sinyal maksudnya adalah apabila ada informasi laba dan pengumuman dividen dapat memberikan sinyal atau informasi kepada investor mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang khususnya dalam memperoleh keuntungan (Asquith dan Mulins 1986). Perusahaan menggunakan dividen sebagai salah satu sarana untuk menginformasikan mengenai prospek masa depan perusahaan kepada pasar. Dalam kondisi asimetri informasi, investor akan beranggapan bahwa kebijakan perusahaan untuk meningkatkan dividennya merupakan sinyal yang bagus (Healy dan Palepu 1988). Sebaliknya, kebijakan perusahaan untuk menurunkan dividennya merupakan sinyal kepada investor bahwa prospek masa depan perusahaan kurang bagus. Teori *dividend signaling* mengatakan bahwa kenaikan dividen membawa prospek yang lebih baik (Bhattacharya 1979; Miller and dan Rock 1985; John dan Williams 1985). Namun hasil penelitian Benartzi et al. (1997) menunjukkan bahwa hanya sedikit bukti bahwa perubahan dividen dapat memprediksi kenaikan *earnings*².

Penelitian Benartzi et al. (2003) justru menunjukkan hasil yang berbeda dari penelitian Benartzi et al. (1997), yaitu bahwa perubahan dividen justru berkorelasi negatif dengan perubahan profitabilitas masa yang akan datang. Bahkan hasil penelitian Benartzi et al. (2003) menyimpulkan bahwa dalam dividen tidak terdapat *information content* sehingga sebaiknya investor mengabaikan informasi atas pengumuman dividen. Tetapi hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Kurniawan et al. (2005) memperoleh hasil bahwa dividen memberikan tambahan informasi kepada investor.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris mengenai:

- 1 Dalam pasar modal suatu informasi adalah *costless* dan setiap investor dapat memperolehnya dengan sama. Dividen sendiri memiliki suatu *information content* (kandungan informasi) yang dikomunikasikan oleh pihak perusahaan terhadap investor (Lease et al. 1999).
- 2 Istilah *earnings* yang digunakan dalam penelitian ini diterjemahkan sebagai laba. Selanjutnya dalam penelitian ini akan digunakan istilah laba.

1. Apakah terdapat hubungan antara perubahan dividen dengan profitabilitas perusahaan periode satu tahun ke depan?
2. Apakah pengumuman perubahan dividen mempengaruhi CAR di sekitar tanggal pengumuman?

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori sinyal dalam sains komunikasi digunakan dalam disiplin sains akuntansi untuk menjelaskan dan memprediksi pola perilaku komunikasi manajer kepada publik. Salah satu fungsi Teori Sinyal dalam akuntansi adalah untuk menilai adanya informasi privat (Lease et al. 1999).

Menurut Skousen (2000), dividen dapat didefinisikan sebagai bagian laba atau pendapatan perusahaan yang ditetapkan oleh direksi (dan disahkan oleh rapat pemegang saham) untuk dibagikan kepada pemegang saham. Healy dan Palepu (1988) menyimpulkan bahwa kenaikan dividen secara signifikan berhubungan dengan peningkatan laba pada tahun sebelum dan pada tahun saat pengumuman dividen. Begitu juga dengan penelitian Bhattacharya (1979) dan Aharony et al. (1980) yang berhasil membuktikan bahwa dividen berhubungan dengan *expected cash flow* dan dividen sendiri mengandung informasi. Thaler et al. (1997) menyatakan bahwa perubahan dividen pada periode sebelumnya mempunyai kandungan informasi terhadap pendapatan perusahaan periode yang akan datang. Dari beberapa literatur dengan hasil yang berbeda-beda, maka penelitian ini ingin kembali menguji hubungan perubahan dividen dengan kinerja pasar periode satu tahun ke depan. Hipotesis pertama yang diajukan adalah:

H1_a : Terdapat hubungan antara perubahan dividen dengan *Return on Equity* (ROE) periode satu tahun ke depan.

H1_b : Terdapat hubungan antara perubahan dividen dengan *Net Profit Margin* (NPM) periode satu tahun ke depan.

Schwert dan Smith (1992) dalam Kurniawan et al. (2003) menemukan bahwa informasi perubahan dividen dapat membedakan laba dengan dua cara, yaitu: (1) kebanyakan pengumuman laba muncul berisi tambahan informasi untuk memperlihatkan kelengkapan laba itu sendiri dan (2) secara substansial perubahan dividen dapat memprediksi laba. Begitu juga penelitian yang dilakukan oleh Gunasekarage et al. (2002) yang mendukung hipotesis sinyal dividen dalam jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang kinerjanya seimbang antara perusahaan yang mengumumkan dividen naik dengan perusahaan dengan dividen turun. Dalam Lease (1999), terdapat perusahaan yang mengalami penurunan laba namun tetap

menaikkan dividen karena perusahaan tersebut ingin memberi sinyal bahwa profitabilitas perusahaan tersebut akan tetap baik di periode berikutnya. Sehingga dibentuk hipotesis sebagai berikut:

- H2a_{1,1}** : Terdapat hubungan positif antara dividen naik dan laba naik dengan ROE periode satu tahun ke depan.
- H2a_{1,2}** : Terdapat hubungan positif antara dividen naik dan laba turun dengan ROE periode satu tahun ke depan.
- H2b_{1,1}** : Terdapat hubungan positif antara dividen naik dan laba naik dengan NPM periode satu tahun ke depan.
- H2b_{1,2}** : Terdapat hubungan positif antara dividen naik dan laba turun dengan NPM periode satu tahun ke depan.

Secara khusus Miller et al. (1985) dan Nissim et al. (2001) menemukan kandungan informasi perubahan dividen tentang profitabilitas di masa yang akan datang. Namun hubungan antara perubahan dividen dengan perubahan laba tidak simetris untuk dividen meningkat dan menurun (DeAngelo et al. 1990; Benartzi et al. 1997), maka ada kemungkinan terjadi perbedaan koefisien yang signifikan antara dividen meningkat dan menurun. Sebagaimana diuraikan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H2a_{2,1}** : Terdapat hubungan negatif antara dividen turun dan laba naik dengan ROE periode satu tahun ke depan.
- H2a_{2,2}** : Terdapat hubungan negatif antara dividen turun dan laba turun dengan ROE periode satu tahun ke depan.
- H2b_{2,1}** : Terdapat hubungan negatif antara dividen turun dan laba naik dengan NPM periode satu tahun ke depan.
- H2b_{2,2}** : Terdapat hubungan negatif antara dividen turun dan laba turun dengan NPM periode satu tahun ke depan.

Perusahaan dapat memutuskan untuk tidak mengubah besaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Hubungan dividen yang tidak berubah terhadap profitabilitas masa depan kemungkinan juga tergantung dari perubahan laba di periode berjalan. Penelitian yang dilakukan oleh Watts et al. (1973) hanya memperoleh sedikit bukti bahwa dividen mempunyai *information content* yang dapat memprediksi profitabilitas dan *earnings* masa yang akan datang. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Benartzi et al. (1997). Penelitian yang dilakukan oleh Gonedes (1978) mengenai sinyal perubahan dividen dan laba juga tidak terbukti. Hasil yang sama juga dihasilkan dalam penelitian Benartzi (2003) yang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara dividen tidak berubah

dengan profitabilitas perusahaan. Untuk itu penelitian ini ingin menguji kembali apakah terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dengan profitabilitas perusahaan satu tahun ke depan.

H2a_{3,1}: Terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dan laba naik dengan ROE periode satu tahun ke depan.

H2a_{3,2}: Terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dan laba turun dengan ROE periode satu tahun ke depan.

H2b_{3,1}: Terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dan laba naik dengan NPM periode satu tahun ke depan.

H2b_{3,2}: Terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dan laba turun dengan NPM periode satu tahun ke depan.

Selain dua hipotesis yang akan diuji terkait dengan dividen terhadap kinerja operasional perusahaan, maka dilakukan pengujian kembali untuk mengetahui pengaruh dividen terhadap kinerja pasar dengan menggunakan *cumulative abnormal return*. Healy dan Palepu (1988) melaporkan bahwa terdapat peningkatan *return* sebesar 3,9% saat terjadi pengumuman dividen naik dan *return* saham turun sekitar 7% saat pengumuman dividen turun. John Lang (1991) juga melaporkan hasil yang tidak berbeda yaitu 3.3% untuk pengumuman kenaikan dividen. Begitu juga dengan Michaely, Thaler dan Womack (1995) melaporkan bahwa setelah tiga hari pengumuman dividen naik *return* saham meningkat sebesar 3,4% dan *return* saham turun ketika dividen mengalami penurunan (Ross 2002).

Penelitian lain yang menunjukkan hasil yang berbeda adalah Amsari (1993), dalam Suartama (2005) yang menginvestigasi reaksi pasar atas terjadinya perubahan dividen kas yang dibayarkan perusahaan yang terdaftar di BEJ. Hasilnya menunjukkan bahwa perubahan pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hipotesis yang akan diuji adalah:

H3₁: Pengumuman perubahan dividen mempengaruhi CAR di sekitar tanggal pengumuman.

Penelitian Ryan et al. (2002) dalam Kurniawan et al. (2005) mendukung mengenai teori sinyal dividen yang menjelaskan reaksi harga saham negatif terhadap dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mulins (1983) menemukan bahwa harga saham dan *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akan meningkat saat pengumuman dividen naik. Sebaliknya harga saham dan *abnormal return* perusahaan akan turun atau jatuh saat pengumuman dividen turun. Hasil penelitiannya bahwa harga saham meningkat sekitar 3% setelah pengumuman dividen naik.

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya, Gunasekarage et al. (2002) mendukung hipotesis sinyal dividen dalam jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang kinerjanya seimbang antara perusahaan yang mengumumkan dividen naik dengan perusahaan dengan dividen turun. Dalam Lease (1999), terdapat perusahaan yang mengalami penurunan laba namun tetap menaikkan dividen karena perusahaan tersebut ingin memberi sinyal bahwa profitabilitas perusahaan tersebut akan tetap baik di periode berikutnya. Sinyal mengenai profitabilitas tersebut seharusnya direspon positif oleh pasar. Untuk itu akan menarik untuk diuji apakah apabila perusahaan mengumumkan dividen naik, dalam kondisi laba naik maupun laba turun, masing-masing akan menyebabkan peningkatan CAR di sekitar tanggal pengumuman.

H3_{2,1}: Pengumuman dividen naik dan laba naik mempengaruhi peningkatan CAR di sekitar tanggal pengumuman.

H3_{2,2}: Pengumuman dividen naik dan laba turun mempengaruhi peningkatan CAR di sekitar tanggal pengumuman.

Dengan kebijakan dividen naik, diduga pasar akan bereaksi positif. Alasannya adalah investor masih berpikir seperti yang diungkapkan dalam pandangan *bird in the hand*. Investor lebih senang dengan hasil saat ini berupa dividen yang sudah jelas jumlahnya dibandingkan dengan menanti dari kemungkinan kenaikan harga saham untuk mendapatkan *capital gain*. Sebaliknya, jika kebijakan dividen turun baik dalam kondisi laba perusahaan naik atau turun, diduga akan menyebabkan reaksi negatif dari investor. Sehingga hipotesisnya:

H3_{3,1}: Pengumuman dividen turun dan laba naik mempengaruhi penurunan CAR di sekitar tanggal pengumuman.

H3_{3,2}: Pengumuman dividen turun dan laba turun mempengaruhi penurunan CAR di sekitar tanggal pengumuman.

Atas kebijakan dividen turun, pasar akan bereaksi negatif. Alasannya, perusahaan-perusahaan yang membayarkan dividen lebih kecil dibanding sebelumnya kemungkinan mengalami kesulitan keuangan seperti yang diungkapkan dalam *signaling view*. Sinyal seperti ini akan membuat investor memindahkan investasinya ke saham yang lain sehingga atas saham-saham perusahaan ini terjadi kelebihan penawaran dibandingkan permintaan (Lease 1999). Dampak kejadian ini akan menyebabkan harga saham menurun, dan *excess return* yang akan peroleh investor juga akan turun.

H3_{4,1}: Pengumuman dividen tidak berubah dan laba naik mempengaruhi CAR di sekitar tanggal pengumuman.

H3_{4.2}: Pengumuman dividen tidak berubah dan laba turun mempengaruhi CAR di sekitar tanggal pengumuman.

Atas kebijakan dividen tidak berubah, pasar dapat bereaksi positif atau negatif karena investor menganggap saham perusahaan yang membagikan dividen tidak berubah dan risikonya kecil sehingga permintaan akan saham ini akan meningkat.

METODE PENELITIAN

Rancangan Pengumpulan Data

Unit analisis dari penelitian ini adalah perusahaan. Populasinya adalah seluruh perusahaan yang membagikan dividen di tahun 2005. Perusahaan yang diambil adalah dari semua industri kecuali perusahaan dalam industri keuangan dan industri *real estate* dan properti. Industri keuangan dan perbankan tidak dimasukkan dalam sampel karena dalam pengukuran profitabilitas industri perbankan berbeda dengan industri lain, yaitu menggunakan rasio BOPO (Beban Operasi dibagi Pendapatan Operasi). Industri *real estate* dan properti juga tidak dimasukkan sebagai sampel karena sebagian besar perusahaan dalam industri ini tidak membagikan dividen. Penelitian ini akan menggunakan sampel perusahaan yang dipilih dari keseluruhan populasi perusahaan publik di BEJ dan tergantung pada ketersediaan data untuk mengukur variabel-variabel yang digunakan. Periode penelitian adalah periode non krisis yaitu tahun 1999-2005. Tabel 1 berisi hasil pemilihan sampel.

Tabel 1
Pemilihan Sampel

Total Perusahaan yang membagikan dividen di 2005	146
Perusahaan yang termasuk industri perbankan dan asuransi	(23)
Perusahaan yang termasuk industri real estate dan property	(15)
Perusahaan yang membagikan dividen saham saja	(8)
Perusahaan yang membagikan dividen interim saja	(13)
Data <i>returns</i> saham tidak tersedia	(7)
Data tidak tersedia	(5)
Total Sampel Perusahaan	75

Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini akan mengambil data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan semua industri kecuali untuk industri perbankan dan *real estate* periode 1999 sampai 2004 untuk menghitung perubahan dividen dan laba, serta

laporan keuangan 2000 sampai dengan 2005 untuk menghitung rasio profitabilitas perusahaan. Data sekunder ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan yang dipublikasikan di media cetak Indonesia maupun di *Jakarta Stock Exchange* atau Bursa Efek Jakarta. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan regresi berganda dan *event study*.

Observasi sampel kemudian dibagi menjadi enam kategori, tergantung pada perubahan dalam dividen tahun ($t - (t-1)$) dan laba tahun ($t+1$), yaitu:

1. Perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen dan laba (DNEN)(+,+).
2. Perusahaan yang mengalami kenaikan dividen walaupun labanya turun (DNET)(+,-).
3. Perusahaan yang memotong dividennya disaat terjadi kenaikan laba (DTEN)(-,+).
4. Perusahaan yang mengalami penurunan dalam dividen dan laba (DTET)(-,-).
5. Perusahaan yang membayar dividen dengan jumlah yang sama dari setahun sebelumnya dimana laba mengalami kenaikan (DTBEN)(0,+).
6. Perusahaan yang membayar dividen dengan jumlah yang sama dari tahun sebelumnya dan mengalami penurunan laba (DTBET)(0,-).

Pengujian tahap kedua menggunakan *cumulative abnormal return (CAR)*, yang dihitung sebagai beda antara imbal hasil harian perusahaan dan imbal hasil pasar (IHSG), dikumulatikan sesuai dengan *window* dari CAR tersebut. Data tanggal pengumuman dividen diperoleh dari *corporate action* di *website* www.jsx.co.id. Tanggal pengumuman dividen adalah tanggal pada saat perusahaan mengumumkan besaran dividen dengan batasan waktu hak memperoleh dividen. Perusahaan mengumumkan pembagian dividen pada saat Rapat Umum Pemegang Saham tahunan, sehingga penelitian ini menggunakan tanggal Rapat Umum Pemegang Saham tahunan sebagai *event date*.

Menurut Hartono (1998), bahwa lamanya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan oleh investor (misalnya pengumuman laba dan pengumuman dividen), periode jendela dapat pendek, disebabkan investor dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor (misalnya merger), investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi. Untuk pengumuman laba, periode jendela yang digunakan umumnya adalah 3 hari (sehari sekeliling tanggal pengumuman) dan untuk pengumuman pembayaran dividen, umumnya jendela yang digunakan adalah 21 hari (10 hari sekeliling tanggal pengumuman) dan untuk merger adalah sekitar 71 hari (sepuluh hari sebelum tanggal pengumuman, sehari pada tanggal pengumuman, dan 60 hari setelah tanggal pengumuman).

Model Penelitian

Pengujian ini menggunakan model penelitian sebagai berikut:

$$PP_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DPS_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \varepsilon$$

(1)

$$PP_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DPS_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 DNEN(+, +)_t + \beta_4 DNET(+, -)_t + \beta_5 DTBEN(0, +)_t + \beta_6 DTBET(0, -)_t + \beta_7 DTEN(-, +)_t + \beta_8 AGE_t + \beta_9 SIZE_t + \varepsilon$$

(2)

$$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta DPS_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 DNEN(+, +)_t + \beta_4 DNET(+, -)_t + \beta_5 DTBEN(0, +)_t + \beta_6 DTBET(0, -)_t + \beta_7 DTEN(-, +)_t + \beta_8 BM_t + \varepsilon$$

(3)

Keterangan:

- PP_{t+1} = Profitabilitas perusahaan dengan *lag* waktu 1 tahun, dengan menggunakan rasio keuangan sebagai berikut:
- ROE = Rasio laba bersih terhadap total ekuitas
- NPM = Rasio laba bersih terhadap penjualan
- CAR_t = *Cumulative Abnormal Return*. CAR dihitung untuk masing-masing *window* 1 hari (saat pengumuman); 3 hari (t-1, t0, t+1); 7 hari (t-3, t0, t+3); 11 hari (t-5, t0, t+5), dan 21 hari (t-10, t0, t+10).
- ΔDPS_t = Presentase perubahan dividen tunai tahun t dengan dividen tunai t-1
 $[(DPS_t - DPS_{t-1})/DPS_{t-1}]$
- ΔEPS_t = Presentase perubahan laba tahun t dengan laba t-1
 $[(EPS_t - EPS_{t-1})/EPS_{t-1}]$
- $DNEN_t$ (DNET) = Bernilai 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba naik (laba turun), 0 lainnya.
- $DTBEN_t$ (DTBET) = Bernilai 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba naik (laba turun), 0 lainnya.
- $DTEN_t$ = Bernilai 1 jika perusahaan dengan dividen turun dan laba naik, 0 lainnya.
- AGE_t = Umur perusahaan dimulai sejak perusahaan tersebut *go public*
- $SIZE_t$ = Ukuran perusahaan (*Log Total Asset*)
- BM_t = Rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas pada tahun observasi.

Operasionalisasi Variabel

Berikut ini adalah penjelasan untuk setiap variabel yang digunakan dalam usulan penelitian ini:

Variabel Bebas

- (i) Perubahan dividen per lembar saham/*dividend per share* (Δ DPS). DPS yang digunakan adalah dividen selama satu tahun, yaitu penjumlahan dividen interim dan dividen akhir. Karena yang ingin dilihat adalah perubahan dari dividen maka dividen dibagi menjadi tiga kelompok. Kelompok pertama adalah perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dari tahun sebelumnya, kelompok kedua adalah perusahaan yang mengalami penurunan dividen dari tahun sebelumnya dan kelompok terakhir adalah perusahaan yang tidak mengalami perubahan dividen.

Variabel Terikat

- (i) Profitabilitas Perusahaan
- a. *Return on equity* (ROE), merupakan pengukuran *return* pemegang saham. Rasio ini menghitung *return* setelah dikurangkan dengan yang dibayar ke kreditor.

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

- b. *Net profit margin ratio* (NPM), merupakan pengukuran profitabilitas perusahaan dikaitkan dengan tingkat penjualan.

$$\text{Net Profit Margin (NPM)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

- (ii) *Cumulative Abnormal Return*

Metodologi penelitian dilakukan dengan menggunakan model pasar untuk menghitung *normal expected return* dan *abnormal return*. Dalam hal ini, digunakan harga saham individual harian dan untuk keperluan analisis *normal return* digunakan data harian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dengan menggunakan rumus:

$$CAR_t = \sum_{i=1}^T AR_{it}$$

Dimana:

AR = *Abnormal Return*, yaitu selisih antara *actual return* dengan *expected return*. [$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$]

CAR = Penjumlahan *abnormal return* dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

Variabel Kontrol

(i) Perubahan *Earnings per Share* (Δ EPS)

Definisinya adalah laba bersih setelah dikurang dividen preferen tapi sebelum pos luar biasa, dibagi jumlah saham yang beredar. EPS dikelompokkan menjadi dua yaitu: (1) perusahaan yang mengalami kenaikan EPS dibanding tahun sebelumnya dan (2) perusahaan yang mengalami penurunan EPS dibandingkan tahun sebelumnya.

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

Variabel yang digunakan adalah presentase perubahan laba tahun t dengan laba t-1 $[(EPS_t - EPS_{t-1})/EPS_{t-1}]$.

(ii) Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan menggunakan nilai *log* dari total aktiva. Ukuran perusahaan dapat memainkan peran dalam menentukan bagaimana perusahaan merespon pengumuman dividen pesaingnya, karena ukuran perusahaan dapat menjadi *proxy* dari tersedianya informasi, dimana informasi untuk perusahaan besar lebih banyak tersedia bagi investor (Siregar 2005). Dugaannya adalah perusahaan besar akan memberi sinyal atau informasi yang lebih dibandingkan perusahaan kecil.

(iii) Umur Perusahaan (AGE)

Umur perusahaan adalah sejak perusahaan terdaftar menjadi perusahaan publik sampai dengan 2005. Dugaannya adalah dengan semakin tuanya umur perusahaan maka hubungannya dengan profitabilitas akan semakin stabil dibandingkan perusahaan baru yang masih dalam fase bertumbuh.

(iv) Rasio Nilai Buku Ekuitas terhadap Nilai Pasar Ekuitas

Variabel BM merupakan *proxy* dari risiko investasi (Fama et al. 1992). Fama et al. (1992) dalam Leo (2007) menemukan bahwa *beta* tidak berasosiasi positif dengan *returns* saham. Jika saham dihargai secara rasional, temuan Fama menunjukkan bahwa risiko saham adalah multidimensional. Satu dimensi risiko di-*proxy* dengan *size*, diukur dengan *market capitalization*,

Tabel 5
Proporsi Dummy

	Proporsi	
	Dummy = 1	Dummy = 0
DNEN	19%	81%
DNET	19%	81%
DTEN	17%	83%
DTET	11%	89%
DTBEN	16%	84%
DTBET	17%	83%

Keterangan :

- CAR0 = *cumulative abnormal return* pada tanggal pengumuman dividen
 CAR3 = *cumulative abnormal return* satu hari sebelum dan satu hari sesudah pengumuman dividen
 CAR7 = *cumulative abnormal return* tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah pengumuman dividen
 CAR11 = *cumulative abnormal return* lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman dividen
 CAR21 = *cumulative abnormal return* sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari sesudah pengumuman dividen
 DNEN = 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba naik dan 0 lainnya
 DNET = 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba turun dan 0 lainnya
 DTBEN = 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba naik dan 0 lainnya
 DTBET = 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba turun dan 0 lainnya
 DTEN = 1 jika perusahaan dengan dividen turun dan laba turun dan 0 lainnya
 Δ DPS = presentase perubahan dividen pada tahun t dengan tahun t-1
 Δ EPS = persentase perubahan laba pada tahun t dengan tahun t-1

Hubungan Sinyal Perubahan Dividen dengan Kinerja Operasional

Hasil pengujian hipotesis $H1_a$ dan $H1_b$ pada Tabel 6 menunjukkan bahwa perubahan dividen berhubungan dengan profitabilitas perusahaan. Hasil pengujian $H1_a$ menunjukkan *F-statistic* yang signifikan dengan *p-value* sebesar 0.000 dan dengan *Adjusted R-squared* 5% yang artinya perubahan dividen dapat menjelaskan variasi ROE sebesar 5% untuk periode satu tahun ke depan. Perubahan dividen dapat mensinyalkan kinerja perusahaan satu tahun ke depan dan hasilnya mendukung adanya hubungan antara perubahan dividen dengan rasio laba bersih terhadap ekuitas (ROE) dan rasio laba bersih terhadap penjualan (NPM) tahun mendatang.

Selain variabel perubahan dividen (Δ DPS) terdapat variabel perubahan laba (Δ EPS) yang hasilnya memiliki hubungan dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan periode satu tahun ke depan.

Tabel 6
Analisis Hasil Regresi Model 1
 $PP_{t+1} = \alpha + \beta_1 \Delta DPS_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \epsilon$

Variable	Hipotesa	Coefficient	t-Statistic	p value
A. Return on Equity (ROE_{t+1})				
C		12,1556	14,9990	0,0000
Δ DPS _t	1 _a +/-	2,6770	3,1539	0,0018***
Δ EPS _t	+	1,2977	3,1038	0,0021***
N			339	
Adjusted R-squared			0,0508	
F-Statistic			10,0527	
p value (F-statistic)			0,0001	
Durbin-Watson stat			1,7347	
B. Net Profit Margin (NPM_{t+1})				
C		0,0670	15,1210	0,0000
Δ DPS _t	1 _b +/-	0,0274	5,3868	0,0000***
Δ EPS _t	+	0,0071	3,1311	0,0019***
N			339	
Adjusted R-squared			0,1132	
F-Statistic			20,0799	
p value (F-statistic)			0,0000	
Durbin-Watson stat			1,8478	

Model 2 adalah perluasan dari model 1 dengan mengkategorikan perubahan dividen menjadi tiga kategori (dividen naik, dividen turun, dan dividen tidak berubah), begitu juga untuk perubahan laba menjadi dua kategori (laba naik dan laba turun). Selain itu juga menambah variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan.

Dari Tabel 7 dapat dilihat pengujian F-statistik menunjukkan hasil yang signifikan dengan *adjusted R-squared* untuk persamaan 2a sebesar 18% dan

untuk persamaan 2b diperoleh *adjusted R-squared* sebesar 17%. Hasil pengujian juga menunjukkan terdapat hubungan antara dividen naik dengan peningkatan profitabilitas perusahaan (ROE dan NPM) periode satu tahun ke depan.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Benartzi et al. (1997) dan Nissim et al. (1999) bahwa dividen naik memberikan sinyal positif dengan peningkatan profitabilitas perusahaan untuk periode satu tahun ke depan. Hasil dari analisis hubungan dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang berarti bahwa hipotesis **H2a_{1,1}** dan **H2b_{1,1}** diterima. Hasil pengujian hipotesis **H2a_{1,2}** dan **H2b_{1,2}** menunjukkan bahwa perusahaan dengan kategori DNET (dividen naik dan laba turun) memiliki koefisien yang signifikansinya lebih lemah jika dibandingkan dengan perusahaan dengan kategori DNEN (dividen naik dan laba naik). Artinya dividen naik akan lebih berhubungan positif dengan profitabilitas satu tahun ke depan apabila laba perusahaan juga naik dibandingkan apabila labanya turun.

Pengujian hipotesis **H2a_{2,1}** dan **H2b_{2,1}** menunjukkan hasil yang berbeda dengan dugaan yaitu bahwa kategori perusahaan DTEN akan memberikan sinyal buruk terhadap profitabilitas perusahaan. Jadi walaupun dividen yang diumumkan turun tetapi profitabilitas perusahaan periode berikutnya justru meningkat. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Aharony et al. (1980) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan antara kebijakan dividen turun dengan menurunnya profitabilitas perusahaan. Kebijakan perusahaan untuk menurunkan dividen, diakibatkan perusahaan mengalokasikan dana lebihnya untuk melakukan investasi, dan hasil investasi tersebut baru dapat terlihat dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan satu tahun ke depan.

Hipotesis **H2a_{2,2}** dan **H2b_{2,2}** adalah untuk kategori perusahaan dengan dividen turun dan laba turun, kategori ini merupakan kategori terburuk sehingga menjadi dasar dari *dummy*. Hubungannya dengan ROE dan NPM menunjukkan hasil yang sama yaitu berhubungan negatif, artinya perusahaan dengan kategori dividen turun dan laba turun berhubungan dengan menurunnya kinerja perusahaan periode satu tahun ke depan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Aharony et al. (1980) dan Kurniawan et al. (2005).

Hasil pengujian menunjukkan tidak terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dan laba naik dengan ROE dan NPM (**H2a_{3,1}** dan **H2a_{3,2}** tidak diterima) begitu pula untuk perusahaan dengan kategori DTBET (dividen tidak berubah dan laba turun) tidak berhubungan dengan profitabilitas perusahaan yang diukur dengan NPM (**H2b_{3,2}** tidak diterima). Tetapi pengujian **H2b_{3,1}** menunjukkan terdapat hubungan positif antara perusahaan dengan kategori DTBEN dengan NPM. Jadi secara keseluruhan dari hasil pengujian untuk dividen tidak berubah menunjukkan relatif tidak ada hubungan antara dividen tidak berubah dengan profitabilitas masa

Tabel 7

Analisis Hasil Regresi Model 2

$$PP_{t+1} = \alpha + \beta_1 \Delta DPS_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 DNEN(+,+)_t + \beta_4 DNET(+,-)_t + \beta_5 DTBEN(0,+)_t + \beta_6 DTBET(0,-)_t + \beta_7 DTEN(-,+)_t + \beta_8 AGE_t + \beta_9 SIZE_t + \varepsilon$$

Variable	Hipotesa	Coefficient	t-Statistic	p value
A. Return on Equity (ROE_{t+1})				
C		-44,6608	-4,9111	0,0000
ΔDPS_t	1 _a .+/-	1,7728	2,0648	0,0397**
ΔEPS_t	+	1,1874	3,0488	0,0025***
DNEN	2 _{a1.1} .+	8,8988	3,2041	0,0015***
DNET	2 _{a1.2} .+	5,9526	2,2404	0,0257***
DTBEN	2 _{a3.1} .+/-	3,0803	0,9969	0,3195
DTBET	2 _{a3.2} .+/-	2,1684	0,7662	0,4441
DTEN	2 _{a3.1} .-	7,8946	2,7625	0,0061***
AGE	+	17,8757	4,0007	0,0001***
SIZE	+	5,4466	4,1214	0,0000***
N			339	
Adjusted R-squared			0,1815	
F-Statistic			9,3306	
p value (F-statistic)			0,0000	
Durbin-Watson stat			1,8307	
B. Net Profit Margin (NPM_{t+1})				
C		-0,1284	-2,6641	0,0081
ΔDPS_t	1b.+/-	0,0137	3,0152	0,0028***
ΔEPS_t	+	0,0071	3,4538	0,0006***
DNEN	2b1.1.+	0,0696	4,7286	0,0000***
DNET	2b1.2.+	0,0345	2,4539	0,0147***
DTBEN	2b3.1.+/-	0,0339	2,0681	0,0394**
DTBET	2b3.2.+/-	0,0189	1,2632	0,2074
DTEN	2b2.1.-	0,0459	3,0342	0,0026***
AGE	+	0,0263	1,1095	0,268
SIZE	+	0,0220	3,1452	0,0018***
N			339	
Adjusted R-squared			0,1700	
F-Statistic			8,6921	
p value (F-statistic)			0,0000	
Durbin-Watson stat			1,9061	

Variabel dependen:

ROE = rasio laba bersih terhadap total ekuitas

NPM = rasio laba bersih terhadap penjualan

Variabel independen:

DNEN = 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba naik dan 0 lainnya

DNET = 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba turun dan 0 lainnya

DTBEN = 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba naik dan 0 lainnya

DTBET = 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba turun dan 0 lainnya

DTEN = 1 jika perusahaan dengan dividen turun dan earnings turun dan 0 lainnya

Δ DPS = presentase perubahan dividen pada tahun t dengan tahun t-1

Δ EPS = persentase perubahan laba pada tahun t dengan tahun t-1 .

Variabel kontrol:

AGE = *log Age*, umur perusahaan sejak go public hingga 2005

SIZE = *log total asset*, ukuran perusahaan.

Jumlah N setelah data *outlier* dikeluarkan dengan kriteria ± 3 kali standar deviasi.

*** signifikan 1%

** signifikan 5%

depan perusahaan. Hasil yang sama juga dihasilkan dalam penelitian Benartzi (2003) yang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara dividen tidak berubah dengan profitabilitas perusahaan.

John et al. (1987) saat melakukan penelitian mengenai dividen yang memberikan sinyal pada total ekuitas menggunakan umur perusahaan sebagai variabel kontrol. Dugaannya adalah perusahaan *mature* yang mengumumkan dividen akan berbeda interpretasinya dengan perusahaan yang *growth*. Dari hasil pengujian pada Tabel 7 diperoleh bahwa dividen secara signifikan memberikan sinyal yang berbeda untuk perusahaan yang sudah *go public* lama dengan perusahaan yang masih berkembang. Hasilnya adalah terdapat bukti terdapat hubungan antara umur perusahaan dengan profitabilitas rasio ROE. Tetapi, untuk rasio laba bersih terhadap penjualan tidak terdapat bukti bahwa umur perusahaan berhubungan dengan profitabilitas rasio NPM. Untuk variabel kontrol ukuran perusahaan terlihat bahwa ukuran perusahaan berhubungan signifikan dengan meningkatnya rasio profitabilitas yaitu ROE dan NPM.

Sinyal Perubahan Dividen terhadap Kinerja Pasar

Seperti ditunjukkan pada Tabel 8, semua uji F menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Demikian juga pengujian atas masing-masing koefisien menunjukkan bahwa perubahan dividen tidak berpengaruh secara signifikan pada CAR0, CAR3 dan CAR7, sedangkan perubahan dividen untuk CAR11 dan CAR21 menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini berarti bahwa hipotesis H₃ diterima untuk CAR11 dan

CAR21 saja. Alasannya bahwa pasar sudah mengetahui informasi pengumuman dividen saat perusahaan menyampaikan undangan rapat umum pemegang saham dan diberitahukan salah satu agendanya adalah pengumuman pembagian dividen. Informasi yang ditangkap oleh investor ada yang pada saat pengumuman di rapat umum pemegang saham dan ada yang memperoleh informasi tersebut terlebih dahulu pada saat undangan rapat umum pemegang saham akibatnya reaksi yang dilakukan oleh investor tersebut beragam. Hal ini sesuai dengan penjelasan oleh Hartono (1998) bahwa untuk waktu satu hari di sekeliling dan tiga hari di sekeliling pengumuman dividen, masih terlalu pendek untuk informasi tersebut diserap pasar.

Pengujian untuk hipotesis $H3_{2,1}$ dan $H3_{2,2}$ menunjukkan bahwa pengumuman dividen naik (laba naik maupun laba turun) tidak mempengaruhi peningkatan CAR untuk semua *window*, kecuali untuk $H3_{2,2}$ pada CAR11 dan CAR21. Meskipun $H3_{2,2}$ untuk CAR11 dan CAR21 diperoleh hasil yang signifikan, tetapi tanda koefisien tidak sesuai dengan prediksi. Jadi, pengumuman dividen naik dengan laba turun mempengaruhi peningkatan CAR lima hari sebelum dan sesudah serta sepuluh hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman. Hal ini karena pada kenyataannya investor adalah berbeda-beda dapat berupa investor individual ataupun institusi. Investor individual pun berbeda-beda dalam hal umur dan golongan kelas. Perbedaan ini menyebabkan perbedaan preferensi mereka terhadap tingginya dividen. Investor yang lanjut usia dan penghasilannya hanya tergantung dari dividen mungkin akan menyukai dividen yang tinggi. Akan tetapi investor dengan penghasilan yang sudah tinggi akan menyukai pembagian dividen yang rendah, karena jika mereka menerima dividen, mereka harus mengeluarkan biaya transaksi. Hal ini mendukung teori Miller dan Modigliani (1961) menyebut bahwa dividen sifatnya tidak relevan.

Pengujian atas hipotesa $H3_{3,1}$ dan $H3_{3,2}$ menunjukkan hasil yang tidak signifikan untuk semua CAR, kecuali untuk CAR0. Hal ini menunjukkan bahwa dividen turun mempengaruhi penurunan CAR pada tanggal pengumuman. Pengujian hipotesis $H3_{4,1}$ dan $H3_{4,2}$ juga menunjukkan hasil yang serupa yaitu hanya signifikan untuk CAR0. Hal ini juga berarti bahwa dividen tidak berubah mempengaruhi CAR pada tanggal pengumuman.

Tabel 8
Analisis Hasil Regresi Model 3

Model: $CAR = \beta_0 + \beta_1 \Delta DPS + \beta_2 \Delta EPS + \beta_3 DNEN + \beta_4 DNET + \beta_5 DTBEN + \beta_6 DTBET + \beta_7 DTEN + \beta_8 BM + e$

	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	β_8
Panel A: window untuk CAR0 pada saat pengumuman dividen (t=0)									
Koefisien	0,0151	0,000301	0,000401	-0,0126	-0,005896	-0,0158	-0,020002	-0,0182	0,0006
t-value	2,0046	0,2159	1,5695	-1,4478	-0,6749	-1,7386	-2,2466	-2,0194	0,2948
p-value	0,0463	0,8293	0,118	0,1491	0,5004	0,0835	0,0257*	0,0447**	0,7684
adj.R ²	0,011429	(F = 1,323706)							
Panel B: window untuk CAR3 satu hari sebelum dan satu hari sesudah pengumuman dividen (t-1, 0, t+1)									
Koefisien	0,0108	0,0001	0,0006	-0,0114	-0,0016	-0,0155	-0,0108	-0,0053	0,0042
t-value	0,4149	0,4383	1,4042	-0,771	-0,111	-1,003896	-0,718303	-0,346	1,158002
p-value	0,6786	0,6616	0,1617	0,4415	0,9117	0,3166	0,4733	0,7296	0,2481
adj.R ²	-0,013422	(F= 0,629155)							
Panel C: window untuk CAR7 tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah pengumuman dividen (t-3, 0, t+3)									
Koefisien	-0,00186	0,0006	0,0002	-0,014202	-0,015398	-0,0263	0,0046	-0,003803	0,0007
t-value	-0,110797	1,5479	0,2781	-0,7303	-0,7938	-1,3021	0,232396	-0,1894	0,152
p-value	0,9119	0,1231	0,7812	0,466	0,4281	0,1942	0,8165	0,8499	0,8793
adj.R ²	-0,008068	(F= 0,0,775896)							
Panel D: window untuk CAR11 lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman dividen (t-5, 0, t+5)									
Koefisien	0,020403	0,0008	0,0005	-0,0285	-0,047097	-0,0393	-0,0196	-0,0351	-0,0005
t-value	0,9838	1,7541	0,8071	-1,1851	-1,9607	-1,5726	-0,803498	-1,4119	-0,0952
p-value	0,3263	0,0808*	0,4205	0,2372	0,0512**	0,1173	0,4226	0,1594	0,9242
adj.R ²	0,000108	(F= 1,003022)							
Panel E: window untuk CAR21 sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari sesudah pengumuman dividen (t-10, 0, t+10)									
Koefisien	0,0123	0,0018	0,0008	-0,0358	-0,055498	-0,0311	-0,018027	-0,024017	0,009
t-value	0,4292	2,5791	0,8449	-1,075	-1,6685	-0,8963	-0,531797	-0,6976	1,102204
p-value	0,6682	0,0106***	0,3991	0,2836	0,0967*	0,3711	0,4954	0,4862	0,2716
adj.R ²	0,014003	(F = 1,397647)							

Variabel Dependen :

CAR0 = *cumulative abnormal return* pada tanggal pengumuman dividen

CAR3 = *cumulative abnormal return* satu hari sebelum dan satu hari sesudah pengumuman dividen

CAR7 = *cumulative abnormal return* tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah pengumuman dividen

CAR11 = *cumulative abnormal return* lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman dividen

CAR21 = *cumulative abnormal return* sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari sesudah pengumuman dividen

Variabel Independen:

DNEN = 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba naik dan 0 lainnya

DNET = 1 jika perusahaan dengan dividen naik dan laba turun dan 0 lainnya

DTBEN = 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba naik dan 0 lainnya

DTBET = 1 jika perusahaan dengan dividen tidak berubah dan laba turun dan 0 lainnya

DTEN = 1 jika perusahaan dengan dividen turun dan laba turun dan 0 lainnya

Δ DPS = presentase perubahan dividen pada tahun t dengan tahun t-1

Δ EPS = persentase perubahan laba pada tahun t dengan tahun t-1

Variabel Kontrol :

BM = rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas

** signifikan 5%

* signifikan 10%

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Kurniawan et al. (2005). Perbedaannya adalah penelitian Kurniawan et al. (2005) hanya menguji sinyal perubahan dividen dengan kinerja operasional. Dalam penelitian ini diuji hubungan perubahan dividen dengan kinerja operasional menggunakan regresi berganda dan juga untuk kinerja pasar yaitu dengan menggunakan *event study*.

Penelitian ini menemukan bahwa perubahan dividen secara signifikan dapat mensinyalkan kinerja perusahaan periode satu tahun yang akan datang. Hasil yang sama ditemukan dalam pengujian mengenai hubungan perubahan dividen naik (laba naik maupun laba turun) terhadap rasio profitabilitas. Tetapi tidak terbukti untuk perubahan dividen turun laba naik dan dividen tidak berubah.

Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa perusahaan dengan kategori dividen tidak berubah berpengaruh signifikan terhadap CAR hanya pada tanggal pengumuman. Sedangkan untuk perusahaan yang melakukan perubahan dividen justru berpengaruh signifikan pada CAR11 dan CAR21.

Penelitian ini menuju suatu kesimpulan bahwa hubungan antara perubahan dividen dengan kinerja operasional dan pengaruh perubahan dividen terhadap kinerja pasar tidak sepenuhnya terbukti. Hal ini selaras dengan penelitian Hartono et al. (2003) dan Kurniawan et al. (2005) bahwa hipotesis sinyal perubahan dividen di Indonesia tidak sepenuhnya terbukti.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah tidak menggunakan *matched sample* dalam pengujian pengaruh perubahan dividen terhadap *cumulative abnormal return*. Hal ini dikarenakan keterbatasan dalam jumlah sampel yang dapat dipasangkan

dan diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat melakukan pengujian secara *univariate* menggunakan *matched sample*.

Dalam penelitian ini menggunakan variabel *dummy* dalam mengkategorikan perubahan dividen sehingga informasi besaran perubahan tidak terefleksi dalam variabel *dummy*. Penelitian selanjutnya dapat menginteraksikan antara variabel kontinu perubahan dividen dengan variabel kontinu laba.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariayati, Riri. "Pengaruh Pengumuman Pembentukan Indeks FTSE/ASEAN terhadap Return dan Volume Transaksi Saham di Bursa Efek Jakarta." Thesis, Pascasarjana Ilmu Manajemen, 2006.
- Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr. "Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues." *Journal of Financial Management* 15 (1986): 27-44.
- Aharony, J and I. Swary. "Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stockholders Returns: An Empirical Analysis." *Journal of Finance* 35 (1980): 1-12.
- Barber, Brad and John Lyon. "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics." *Journal of Financial Economics* 41 (1996): 359-399.
- Bernartzi, S., R. Michaely and R. Thaler. "Do Change in Dividend Signal The Future or Past?" *Journal of Finance* 52 no. 3 (1997): 1007-1043.
- Bernartzi, S., R. Michaely, Gustavo Grullon and R. Thaler. "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability." (October 7, 2003).
- Bhattacharya, S. "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in The Hand Fallacy." *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 259-270.
- Brigham, E.F., and L. C. Gapenski. *Financial Management: Theory and Practice*, 9th ed. The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, 1999.
- Chan, S. and T. Shevlin. "What is Confirmation Content of Dividend Changes?: A New Investigation of Puzzle." Working Paper, University of Washington, 2004.
- Fuller, K. and A. Thakor. "Signaling, Free Cashflows and "Nonmonotonic" Dividends." Working Papers Series, University of Georgia and University of Michigan Business School, 2002.
- Gonedes, N. "Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items." *Journal of Accounting Research* 16 (1978): 26-79.

- Gombola, J.M. and F. Y. Liu. "The Signaling Power of Special Designated Dividends." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34, no.3 (1999).
- Gordon, M. "Dividends, Earnings and Stock Prices." *Review of Economics and Statistics* (1959): 99-105.
- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics*, 4th ed. McGraw Hill, 2003.
- Gunasekarage, A. A., C.D. Sinclair and D. M. Power. "The Influence of Company Financial Performance on The Interpretation of Dividend and Earnings Signal: Study of Accounting and Market Base Data." *British Accounting Review* 28 (1996): 229-247.
- _____. "The Post Announcement Performance of Deividend Changing Companies: The Deividend Signaling Hypothesis Revisited." *Journal of Accounting and Finance* 42 (2002): 131-151.
- Habbe, Hamid. "Tambahkan Kandungan Informasi Perubahan Dividen Tentang Profitabilitas Perusahaan Dimasa yang Akan Datang." Dalam *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya: 2003.
- Hartono, J. dan D. Setiawan. "Pegujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividend Meningkatkan." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 6 (2003): 131-144.
- Healy, Paul M. and Khrisna G. Palepu. "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions." *Journal of Financial Economics* 21, no. 2 (1988): 146-176.
- Indonesian Capital Market Directory. *Institute For Economic and Financial Research*. Jakarta: ECFIN, 2000.
- _____. *Institute for Economic and Financial Research*. Jakarta: ECFIN, 2001.
- _____. *Institute for Economic and Financial Research*. Jakarta: ECFIN, 2002.
- _____. *Institute for Economic and Financial Research*. Jakarta: ECFIN, 2003.
- _____. *Institute for Economic and Financial Research*. Jakarta: ECFIN, 2004.
- Jogiyanto, H.M. "Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas." UPP AMP YKPN, Yogyakarta, 1998.
- John K and J. Williams. "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium." *Journal of Finance* 40 (1985): 1053-1070.
- Kurniawan, B., Syahrir Ali, dan Rahmat Febrianto "Post-Dividend Announcement Performance of Listed Companies in Indonesia: A Test of Dividend Signaling Hypothesis." Dalam *SNA VIII*, Solo: 2005.
- Kamus Besar Bahasa Indonesia. Penerbit Balai Pustaka
- Kieso, Weygant. *Intermediate Accounting*, 11th ed.
- Lease, Ronald C, Kase John, Avner Kalay, Uri Lowenstein, Oded Sarig. "Dividend Policy, Its Impact on Firm Value." Harvard Business School Press, 1999.

- Leo, Liany. "Incremental Information Content dalam Opini Audit Unqualified dengan Paragraf Penjelasan." Tugas Mata Kuliah SDAK, 2007.
- Lintner J. "Distribution of Incomes of Corporations among Dividend, Retained Earnings, and Taxes." *American Economic Review* 46, no.2 (1956): 97-113.
- Macquire, C. W. Megginson, and M. Lipson. "Dividend Intiation and Earnings Surprise." *Financial Management* 27 (1998): 36-45.
- Marlinah, Aan. "Analisis Faktor-Faktor Determinan terhadap Harga Saham pada Ex-Dividend Date." Thesis, Magister Akuntansi FEUI, 2005.
- Mikhail, Michael, Beverly R. Walther, and Richard H. Wilis. "Dividends Change and Earning Quality". Working Paper, 1999.
- Miller, M and K. Rock. "Dividend Policy Under Asymmetric Information." *Journal of Finance* 40 (1985): 1031-1051.
- Miller, M. J. and F. Modigliani. "Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares." *Journal of Business of The University of Chicago* 34 (1961): 441-443.
- Nachrowi, Nachrowi Djalal, dan Hardius Usman. "Penggunaan Teknik Ekonometri: Pendekatan Populer & Praktis Dilengkapi Teknik Analisis & Pengolahan Data dengan Menggunakan Paket Program SPSS." 2002
- Nissim, D. and A. Ziv. "Dividends Changes and Profitability." *Journal of Finance* 40 (2001): 1031 – 1051.
- Pettit, R., "Dividend Announcements, Security Perfomance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance* 27 (1972): 993-1008.
- Ross, S. R. Westerfield, and Jaffe. *Corporate Finance*. Chicago: Irwin, 2005.
- Sekaran, Uma. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*, 4th ed. John Wiley & Sons, Inc, 2003.
- Siregar, Sylvia. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar." Disertasi, Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana FEUI, 2005.
- Skousen, K. Fred, Earl K. Stice, and James D. Stice. *Intermediate Accounting*, 14th ed. South-Western College Publishing, 2000.
- Suartama, Kadek. "Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Perubahan Dividen (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta)." Thesis, Magister Akuntansi FEUI, 2005.
- Subramanyam, K.R., John J.Wild, and Robert F.Halsey. *Financial Statement Analysis*, 4th ed. McGraw Hill, 2003.

- Watss, Ross. "The Information Content of Dividends." *Journal of Business* 46 (1973): 191-211.
- Williams, J. "Efficient Signaling with Dividends, Investments, and Stock Repurchases." *Journal of Finance* 43 (1988): 737-747.
- White, Soudy and Fred. *Financial Analysis Statement*. McGraw Hill, 2003