

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN
KENAIKAN/PENURUNAN DIVIDEN
(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN UTILITAS PUBLIK
DAN PERUSAHAAN DALAM INDUSTRI TIDAK DIREGULASI)**

LISIA APRIANI
Universitas Sanata Dharma

ABSTRACT

It has long been known that announcements of unexpected changes in dividend payments provide information affecting the market values of the companies making the change. This study compare market reactions to dividend announcements of Public Utilities vs Unregulated Industrial Firms.

The analysis uses data from 2 Public Utilities Firms and 5 Unregulated Industrial Firms during the period 1999 – 2003. I examine stock prices 2 weeks before dividend announcement date and 2 weeks after dividend announcements date. The analysis using t-test shows that there are market respons to dividend announcements of Public Utilities.

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Kebijakan dividen adalah salah satu dari persoalan yang sangat diperdebatkan di keuangan (*finance*). Sekolah-sekolah keuangan telah ikut serta dalam merumuskan teori untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus membayar dividen atau tidak (Baker dan Powell, 1999). Muncul beberapa studi empiris yang mendukung dan menolak relevansi dividen. Beberapa peneliti yang menolak relevansi dividen antara lain Miller dan Modigliani (1961), Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), Jose dan Stevens (1989). Sedangkan beberapa peneliti lainnya yang mendukung relevansi dividen adalah Long (1978), Sterk dan Vandenberg (1990).

Beberapa peneliti telah mengembangkan dan menguji berbagai model untuk menjelaskan perilaku dividen. Telah dilakukan survei terhadap manajer kantor pusat dan investor untuk menentukan pandangan mereka mengenai dividen. Motivasi sesungguhnya untuk membayar dividen masih merupakan teka-teki. Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powel menyelidiki pandangan manajer kantor pusat di perusahaan-perusahaan Amerika mengenai tiga hal yaitu (1) hubungan antara nilai perusahaan dan kebijakan dividen (2) penjelasan mengenai relevansi dividen meliputi *bird-in the hand*, *signaling*, pemilihan pajak dan penjelasan keagenan dan (3) bagaimana perusahaan menentukan jumlah dividen yang dibayarkan. Mereka juga menguji apakah respon mengenai hal ini berbeda diantara tiga kelompok industri (manufaktur, perdagangan eceran dan utilitas).

Memahami keyakinan manajer yang terlibat dalam penetapan kebijakan dividen mungkin memberi kontribusi terhadap pemahaman kita mengenai mengapa perusahaan membayar dividen kas. Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powell ini juga memberi kontribusi terhadap riset survei mengenai kebijakan dividen. Bukti-bukti temuan menunjukkan:

1. Sebagian besar responden yakin bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan.
2. Responden biasanya mengatakan sangat setuju dengan pernyataan mengenai *signaling explanation* dari relevansi dividen.
3. Pandangan manajer mengenai penetapan pembayaran deviden saat ini konsisten dengan yang dilaporkan oleh manajer menurut wawancara yang dilakukan oleh Litner (1956).
4. Terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik diantara tiga industri.

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Survei yang dilakukan oleh Farrelly, Baker, dan Edelman (1985) menunjukkan bahwa manajer kantor pusat yakin bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan dan bahwa terdapat tingkatan optimal pembayaran dividen. Dalam praktek sebagian besar

perusahaan membayar dividen meskipun membayar dividen membutuhkan biaya. Peneliti-peneliti telah menawarkan empat penjelasan umum mengenai relevansi dividen yaitu *the bird-in-the hand*, *signaling*, *tax preference* dan penjelasan keagenan.

Penjelasan *the bird-in-the-hand*

Satu pendapat bahwa terdapat hubungan antara nilai perusahaan dan pembayaran dividen adalah bahwa dividen menunjukkan hal yang pasti berkaitan dengan apresiasi harga saham. Karena dividen diduga risikonya lebih kecil dibandingkan dengan *capital gains* maka perusahaan seharusnya menetapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi untuk memaksimalkan harga saham. Miller dan Modigliani (1961) tidak setuju dengan hal tersebut dan menyebut teori tersebut sebagai *the bird-in-the-hand fallacy*. Bhattacharya (1979) juga berpendapat bahwa alasan yang mendasari penjelasan *the bird-in-the hand* mengenai relevansi adalah salah. Risiko dari arus kas suatu proyek menentukan risiko perusahaan. Kenaikan dalam pembayaran dividen saat ini akan berakibat penurunan dalam harga *ex-dividend* suatu saham. Jadi, peningkatan dividen saat ini tidak akan meningkatkan nilai perusahaan dengan menurunkan risiko arus kas masa datang.

Penjelasan *signaling*

Alasan lainnya yang mungkin untuk pembayaran dividen adalah penggunaan kebijakan dividen untuk mengkomunikasikan informasi mengenai prospek masa depan perusahaan bagi investor. Miller dan Modigliani (1961) dalam Baker dan Powell (1999) menyadari bahwa dalam dunia nyata perubahan dalam harga pasar sering diikuti oleh perubahan dalam tingkat dividen. Berdasarkan kandungan informasi dari dividen atau penjelasan *signaling*, pengumuman dividen kas menyampaikan informasi yang bernilai mengenai penilaian manajemen terhadap profitabilitas masa datang perusahaan.

Asimetri informasi memberi kesan bahwa manajer kantor pusat mempunyai informasi melebihi investor luar. Jika manajer mempunyai informasi yang tidak dipunyai oleh investor maka manajer dapat menggunakan perubahan dalam dividen sebagai cara untuk menunjukkan sinyal informasi dan kemudian menurunkan asimetri informasi. Kemudian investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham perusahaan. Banyak bukti empiris mendukung pandangan mengenai dividen sebagai alat *signaling* (Baker dan Powell, 1999).

Penjelasan *tax-preference*

Penjelasan lainnya tentang mengapa kebijakan dividen penting, dikaitkan dengan dampak pajak (*tax effect*). Berdasarkan teori *tax preference*, investor mungkin menyetujui penyimpanan dana disamping pembayaran dividen karena alasan yang berkaitan dengan pajak. Perlakuan yang menguntungkan dari *capital gains* melebihi dividen akan mengarahkan investor untuk lebih memilih pembayaran dividen yang lebih rendah daripada yang lebih tinggi. Teori ini mengatakan bahwa perusahaan sebaiknya menjaga pembayaran dividen supaya rendah jika mereka menginginkan memaksimalkan harga-harga.

Karena dampak pajak berbeda diantara berbagai tipe investor, investor mungkin tertarik dengan perusahaan yang kebijakan dividen cocok dengan keadaan pajak mereka. Peneliti menyebut hal ini sebagai *tax clientele effect*. Hal lainnya yang seimbang, saham dengan pembayaran yang rendah seharusnya menarik investor dalam golongan pajak yang tinggi. Bukti empiris mengenai penjelasan *tax-preference* tidak meyakinkan (Baker dan Powell, 1999).

Penjelasan keagenan

Pandangan yang populer lainnya mengenai relevansi dividen, yang dilanjutkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan diperluas oleh Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) dalam Baker dan Powell (1993) adalah teori keagenan. Teori ini diturunkan dari konflik kepentingan antara manajer kantor pusat (agen) dan pemegang saham luar (*principal*).

Sebagai contoh, manajemen dapat mengkonsumsi penghasilan tambahan dari laba kantor pusat yang tidak didistribusikan dan menginvestasi dana yang ditahan secara suboptimal. Konflik ini mengarah ke biaya keagenan. Teori keagenan mengatakan bahwa mekanisme dividen menyediakan insentif bagi manajer untuk menurunkan biaya yang berkaitan dengan hubungan *principal/agen*. Satu cara untuk mengurangi biaya keagenan adalah meningkatkan dividen. Membayar dividen yang lebih besar menurunkan arus kas internal yang berkaitan dengan kebijakan manajemen dan memaksa perusahaan untuk mencari lebih banyak pendanaan eksternal. Jadi, pembayaran dividen dapat sebagai alat untuk memonitor dan mempertanggungjawabkan kinerja manajemen.

Beberapa studi empiris mendukung penjelasan keagenan untuk dividen. Sebagai contoh, Rozeff (1982) dalam Baker dan Powell (1999) menemukan dukungan terhadap peranan dividen untuk memecahkan kembali biaya keagenan di perusahaan yang dikendalikan oleh manajer secara minoritas. Analisis ini menunjukkan hubungan negatif antara pembayaran dividen dengan persentase *insiders*. Dengan persentase pihak luar yang lebih rendah yang ada, lebih sedikit kebutuhan untuk membayar dividen untuk menurunkan biaya keagenan. Crutchley dan Hansen (1989) dan Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) dalam Baker dan Powell (1999) menyimpulkan bahwa manajer membuat kesenjangan kebijakan keuangan seperti membayar dividen untuk mengawasi biaya keagenan.

Penetapan pembayaran dividen

Peneliti telah mengembangkan beberapa model yang berbeda untuk menjelaskan perilaku dividen. Dalam studi klasik Litner (1956) dalam Baker dan Powell (1999), manajer merasa bahwa pemegang saham berhak atas bagian laba perusahaan melalui dividen. Meskipun manajer mendukung rasio pembayaran target jangka panjang, mereka percaya bahwa pemegang saham lebih memilih peningkatan dividen yang tetap. Manajer mencoba untuk menghindari pembuatan perubahan tingkat dividen yang mungkin harus dibalik dalam tahun tersebut. Oleh karena itu mereka cenderung membuat penyesuaian sebagian terhadap rasio pembayaran target daripada perubahan dramatis. Manajer mengalihkan dividen dalam jangka pendek untuk menghindari perubahan yang sering.

Model perilaku Lintner menyarankan bahwa perubahan dalam dividen adalah suatu fungsi dari pembayaran dividen target dikurangi pembayaran dividen periode sebelumnya dikalikan kecepatan faktor penyesuaian.

Beberapa Pendekatan Untuk Menguji Dividen

Test empiris terhadap hipotesis mengenai kebijakan dividen dan nilai perusahaan telah mengikuti salah satu dari dua pendekatan. Pendekatan pertama menguji perubahan harga saham disepanjang tanggal *ex-dividend*. Studi oleh Durand dan May (1960) dan Elton dan Gruber (1970) telah menemukan bahwa harga saham, secara rata-rata turun lebih sedikit daripada jumlah dividen pada tanggal *ex-dividen*. Hasil ini konsisten dengan dampak pajak (*tax effect*) dimana pasar memotong dividen. Studi analisis harga *ex-dividend* dikritik karena hasil-hasilnya mencerminkan masalah pengukuran dan bukan dampak pajak (*tax effect*).

Pendekatan yang kedua untuk menguji dividen – nilai perusahaan adalah menggunakan hasil dividen (*dividend yield*) untuk menjelaskan *abnormal return*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jose dan Stevens (1989) menyarankan bahwa premi penilaian pasar berasosiasi dengan trend dividen per lembar yang positif dan stabil terlepas dari tingkat rasio pembayaran. Trend dividen yang lebih tinggi tanpa bertemu dengan trend laba tidak mempertinggi nilai. Analisis ini mendukung pendapat Miller dan Modigliani mengenai tidak relevannya dividen dan mengkonfirmasi persepsi manajerial bahwa nilai pasar menstabilkan dividen dan bukan menstabilkan rasio pembayaran.

Dividen Untuk Menyampaikan Informasi

Ide lama yang ada adalah dividen dapat menyampaikan informasi. Sekarang ide ini didukung oleh teori baru (Miller dan Rock, 1985) dan juga bukti empiris tambahan

(Asquith dan Mullins, 1983) dan (Born, Moser dan Officer, 1988). Investor mungkin mempunyai keyakinan yang lebih besar kalau laba yang dilaporkan merefleksikan laba ekonomi jika pengumuman laba disertai dengan *ample dividend*.

Sebelum tahun 1970-an, penurunan dividen oleh utilitas publik jarang dilakukan; kenyataannya Modigliani dan Miller (1966) menyebutkan utilitas listrik sebagai contoh klasik dari proses stabilisasi dividen. Saat ini, perubahan ekonomi dan peraturan mendorong beberapa utilitas untuk menurunkan dividennya. Reaksi harga saham secara drastis untuk penurunan dividen dipublikasikan dengan baik. Pada saat *consolidated* Edison tidak membagikan dividennya pada kuartal keempat tahun 1974, harga saham biasa turun dari \$18 menjadi \$8 dalam dua minggu pengumuman.

Pengumuman penurunan dividen oleh utilitas publik diharapkan menghasilkan reaksi pasar yang lebih kuat dibandingkan oleh perusahaan tidak diregulasi karena komponen yang tidak diharapkan dari pengumuman tersebut mungkin lebih besar, penurunan dividen mungkin sangat mengecewakan bagi para pelanggan utilitas yang lebih memilih hasil yang tinggi, pemegang saham sangat menolak untuk berinvestasi di proyek yang dirasa tidak efektif biayanya atau tidak aman dan dividen yang lebih rendah akan berakibat biaya keagenan yang lebih tinggi.

Rosenberg (1988) dan Bower dan Bower (1990) menguji kebijakan dividen dari utilitas listrik. Aharony, Falk dan Swary (1988) menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dividen di utilitas publik, yang sebagian besar merupakan utilitas listrik atau gas. Mereka menyimpulkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh utilitas publik lebih kuat dibandingkan reaksi pasar terhadap pengumuman oleh perusahaan tidak diregulasi.

Bukti dari penelitian ini juga mendokumentasikan respon pasar negatif yang lebih kuat terhadap pengumuman penurunan dividen oleh utilitas publik dibandingkan dengan perusahaan tidak diregulasi walaupun sudah dipertimbangkan juga hasil perubahan dividen yang harganya distandarkan, ukuran perusahaan dan perbedaan Tobin's Q.

Ukuran mungkin mempengaruhi perubahan (*volatility*). Perusahaan yang lebih besar cenderung lebih terdiversifikasi (secara geografis dan juga lintas industri) dan kemudian terisolasi dari perubahan pasar individu. Lebih jauh lagi, kadang-kadang dinyatakan bahwa investor institusional menemukan mahal untuk meneliti perusahaan yang menyediakan *outlet* yang terbatas untuk dana investasi. Penelitian yang sedikit berarti informasi publik yang lebih sedikit yang dapat menyebabkan investor bereaksi secara tidak rasional terhadap kejadian baru.

Ukuran adalah *consequential control* karena mungkin mempengaruhi pemilihan kebijakan dividen; perusahaan dengan masyarakat pemegang saham yang lebih tersebar lebih memerlukan *market signaling*. Seperti yang disebutkan di muka, perusahaan yang lebih terdiversifikasi mungkin stabilitasnya lebih besar. Pasar produk dengan risiko operasi yang lebih besar – *holding constant* penggunaan *debt leverage* – menyebabkan *volatility* lebih besar.

Utilitas dan *railroads* dirasa *volatility* sahamnya lebih rendah (Baskin, 1989) Regresi menunjukkan bahwa terdapat hubungan terbalik yang besar antara *yield* dan *volatility* harga saham. Penemuan dasar ini konsisten dengan semua hipotesis yang dipertimbangkan. Kenyataannya, hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi *volatility* harga saham, dan menyediakan bukti yang mendukung *arbitrage realization* dan dampak informasi. Penemuan dari studi ini sangat menyarankan bahwa: manajer mungkin dapat mengembangkan kebijakan dividen untuk mempengaruhi harga sahamnya.

Dampak Pengumuman Dividen (*Dividend Announcements*) terhadap Harga Saham

Hal-hal yang telah dikemukakan di atas dapat diringkas sebagai berikut: Survei yang telah dilakukan oleh Farrelly, Baker dan Edelman (1985) dalam Baker dan Powell (1999) menunjukkan bahwa manajer kantor pusat yakin kalau kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan dan bahwa terdapat tingkatan optimal pembayaran dividen. Dalam

praktek sebagian besar perusahaan membayar dividen meskipun membayar dividen membutuhkan biaya.

Investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham perusahaan. Banyak bukti empiris mendukung pandangan mengenai dividen sebagai alat *signaling* (Baker dan Powell, 1999). Penelitian Baskin (1989) menyimpulkan bahwa manajer mungkin dapat mengembangkan kebijakan dividen untuk mempengaruhi harga sahamnya.

Berdasarkan uraian di atas penulis menyusun hipotesis 1 sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara pengumuman kenaikan atau penurunan dividen terhadap harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Aharony, Falk dan Swary (1988) dalam Impson (1997) menyimpulkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh utilitas publik lebih kuat dibandingkan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen oleh perusahaan yang tidak diregulasi. Penelitian yang dilakukan oleh Impson (1987) menyimpulkan bahwa reaksi pasar terhadap penurunan dividen oleh utilitas publik lebih kuat dibandingkan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen oleh perusahaan yang tidak diregulasi.

Berdasarkan uraian tersebut penulis menyusun hipotesis 2 sebagai berikut:

H2: Reaksi pasar terhadap penurunan dividen oleh perusahaan utilitas publik lebih kuat dibandingkan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen oleh perusahaan dalam industri tidak diregulasi.

METODOLOGI RISET

Dalam melakukan penelitian ini penulis melakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Melihat data dalam JSX tahun 2000 tentang perusahaan-perusahaan yang aktif melakukan transaksi di BEJ. Penulis mengambil data tahun 2000 dengan alasan karena pada tahun tersebut ekonomi Indonesia sudah cukup stabil. Dari data bulanan, diambil perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam daftar perusahaan-perusahaan yang aktif dalam perdagangan saham di BEJ, dari data tersebut terdapat 63 perusahaan yang aktif di perdagangan saham BEJ.
2. Melihat data mengenai perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman dividen (*dividend announcements*) di tahun 2000. Dari 63 perusahaan ternyata hanya 16 perusahaan yang melakukan pengumuman dividen di tahun 2000, perusahaan-perusahaan tersebut adalah: Agis Tbk, Astra Graphia Tbk, Asuransi Dayin Mitra Tbk, Asuransi Lippo Tbk, Bentoel Intl Tbk, Dynaplast Tbk, Gudang Garam Tbk, HM Sampoerna Tbk, Indosat Tbk, Matahari Putra Prima Tbk, Metrodata Electronics Tbk, Semen Gresik Tbk, Telekomunikasi Indonesia Tbk, Tempo Scan Pasifik Tbk, Timah Tbk dan Ultra Jaya Milk Tbk.
3. Agar dapat dilihat apakah terjadi kenaikan atau penurunan dividen maka perlu dilihat data tahun 1999 mengenai perusahaan-perusahaan apa saja yang melakukan pengumuman dividen. Dari 16 perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tahun 2000 ternyata hanya 7 perusahaan saja yang melakukan pengumuman dividen di tahun 1999. Data mengenai tujuh perusahaan yang melakukan pengumuman dividen dan tanggal pengumumannya serta besarnya dividen dapat dilihat di tabel 1.
4. Setelah diketahui tanggal pengumuman dan besarnya dividen dari tujuh perusahaan di atas maka langkah selanjutnya adalah mencari data tentang harga saham dua minggu sebelum dan sesudah pengumuman dividen tahun 2000 sampai dengan 2003. Penulis menggunakan rentang waktu dua minggu karena mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Impson (1997).

Tabel 1

No	Nama perusahaan	Pengumuman dividen tahun 1999		Pengumuman dividen tahun 2000	
		Tanggal	Jumlah (Rp)	Tanggal	Jumlah (Rp)
1	Asuransi Dayin Mitra	21-5	60	21-6	70
2	Gudang Garam	23-6	260	14-6	500
3	Semen Gresik	29-6	135,06	29-6	162,24
4	Tempo Scan Pasifik	12-5	25	5-7	50
5	Indosat	19-5	425,08	2-5	333
6	Timah	12-3	409,08	2-5	247,37
7	Telekomunikasi Ind	April	50,99	12-4	53,88

No	Nama perusahaan	Pengumuman dividen tahun 2001		Pengumuman dividen tahun 2002	
		Tanggal	Jumlah (Rp)	Tanggal	Jumlah (Rp)
1	Asuransi Dayin Mitra	28-6	5	12-6	27,5
2	Gudang Garam	10-11-00	500	12-6	300
3	Semen Gresik	21-6	231,14	2-7	267,61
4	Tempo Scan Pasifik	7-6	150	5-6	300
5	Indosat	14-5	305,04	24-6	561,2
6	Timah	21-5	118,93	20-3	24,83
7	Telekomunikasi Ind	15-5	44,08	8-7	210,82

No	Nama perusahaan	Pengumuman dividen tahun 2003	
		Tanggal	Jumlah (Rp)
1	Asuransi Dayin Mitra	10-6	17,5
2	Gudang Garam	10-6	300
3	Semen Gresik	2-7	115,03
4	Tempo Scan Pasifik	17-6	400
5	Indosat	27-6	146,13
6	Timah	12-5	59,46
7	Telekomunikasi Ind	13-5	331,16

5. Setelah itu dilakukan uji statistik yaitu t-test untuk melihat apakah ada perbedaan harga saham dua minggu sebelum dan dua minggu setelah pengumuman kenaikan/penurunan dividen. Dalam penelitian ini digunakan statistik non parametrik karena sebagian data tidak berdistribusi normal. Hasilnya bisa dilihat di lampiran mulai halaman 22.

HASIL EMPIRIS

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan (dapat dilihat di lampiran mulai hal 22, maka dapat dilakukan analisis sebagai berikut:

- a. Utilitas publik di Indonesia dalam sampel penelitian ini adalah Indosat dan Telkom. Reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen terjadi di tahun 2000, 2001, dan 2003. Jadi bias disimpulkan pasar bereaksi terhadap pengumuman kenaikan/penurunan dividen. Pada tahun 2001, 2002, 2003 terjadi perbedaan harga

- saham sebelum dan sesudah pengumuman dividen oleh Indosat, Tbk, sedangkan pasar tidak bereaksi hanya untuk tahun 2000 saja.
- b. Lima perusahaan lainnya yaitu Asuransi Dayin Mitra Tbk, Gudang Garam Tbk, Semen Gresik Tbk, Tempo Scan Pasific, Tbk dan Timah, Tbk dikelompokkan ke dalam perusahaan dalam industri tidak diregulasi. Hasil analisisnya adalah sebagai berikut:
- Untuk tahun 2000 dan 2003 pasar tidak merespon terhadap pengumuman dividen oleh Asuransi Dayin Mitra Tbk padahal pada tahun 2000 terdapat kenaikan dividen dari Rp 60,00 (tahun 1999) menjadi Rp 70,00 (tahun 2000) dan pada tahun 2003 terjadi penurunan dividen dari Rp 27,5 (tahun 2002) menjadi Rp 27,5 (tahun 2003).
 - Tahun 2002 tidak terdapat respon pasar terhadap pengumuman penurunan dividen dari Rp 500 (2001) menjadi Rp 300,00 (2002) untuk Gudang Garam, Tbk.
 - Selalu terdapat reaksi pasar terhadap pengumuman dividen Semen Gresik, Tbk sejak tahun 2000 sampai dengan tahun 2003. Untuk tahun 1999 – 2002 terjadi kenaikan dividen sedangkan penurunan hanya terjadi di tahun 2003 saja.
 - Tidak terdapat reaksi pasar untuk pengumuman dividen Tempo Scan Pasific tahun 2000 dan tahun 2002 padahal di tahun 2000 terjadi kenaikan dividen dari Rp 25,00 (1999) menjadi Rp 50,00 (2000) sedangkan di tahun 2002 terjadi kenaikan dividen dari Rp 150,00 (2000) menjadi Rp 300,00 (2002).
 - Tidak ada reaksi pasar untuk pengumuman kenaikan (penurunan) dividen Timah, Tbk di tahun 2000 padahal di tahun 2000 terjadi penurunan dividen dari Rp 409,08 (1999) menjadi Rp 247,37 (2000).

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Setelah melakukan penelitian ini maka penulis dapat menyimpulkan bahwa pasar bereaksi kuat terhadap pengumuman kenaikan/penurunan dividen oleh utilitas publik. Hal ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan harga saham sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan/penurunan dividen. Jadi penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Aharony, Falk dan Swary (1988) dan Impson (1997).

Untuk perusahaan dalam industri tidak diregulasi reaksi pasar tidak begitu kuat, hal ini ditunjukkan dengan tidak terdapatnya perbedaan harga saham sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan/penurunan dividen oleh perusahaan-perusahaan tertentu di tahun-tahun tertentu.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sampel penelitian ini sangat kecil yaitu hanya 7 perusahaan karena memang hanya tujuh perusahaan saja yang aktif mengumumkan dividen dari tahun 1999 – 2003. Keterbatasan lainnya adalah utilitas publik di Indonesia tidak bisa sepenuhnya disamakan dengan utilitas publik di Amerika.

Saran bagi penelitian selanjutnya adalah supaya dilakukan pengujian pengaruh dividen terhadap harga saham utilitas publik dan non publik beserta variabel pemoderasinya supaya dapat diketahui apakah yang menyebabkan respon pasar berbeda.

REFERENSI

- Baker, H.K. dan G.E. Powell. 1999, How Corporate Managers View Dividend Policy, *QJBE* 38, 17-35.
- Baskin, J. 1989, Dividend Policy and The Volatility of Common Stocks, *The Journal of Portfolio Management*, (Spring 1989), 19-25.
- Caton, G.L., J. Goh, dan N. Koher. 2003, Dividend Omissions and Intraindustry Transfer, *Journal of Financial Research* 26, 51– 64.
- Dewenter, K.L, dan V.A. Warther. 1998, Dividend, Asymmetric Information, and Agency Conflict: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms, *Journal of Finance* 53, 879-904.

- Impson, M. 1997, Market Reaction to Dividend-Decrease Announcements: Public Utilities vs Unregulated Industrial Firms, *Journal of Financial Research*, 20, 407-422.
- Jakarta Stock Exchange (JSX), 1999, 2000, 2001, 2002 dan 2003.
- Jose, M.L. dan J.L. Stevens. 1989, Capital Market Valuation of Dividend Policy, *Journal of Business Finance & Accounting*, 16, 651-662.
- Neter J, W. Wasserman, G.A. Whitmore. 1993, *Applied Statistics*. Fourth Edition. Needham Heights: A Division of Simon & Schuster, Inc.
- Wolk, H.I., M.G. Tearney, dan J.L. Dodd. 2001, *Accounting Theory*. Fifth Edition. Cincinnati: South-Western Publishing Co.

LAMPIRAN

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ASDR1A	.268	14	.007	.869	14	.045
ASDR1B	.277	14	.005	.798	14	.010**
ASDR2A	.261	14	.011	.854	14	.028
ASDR2B	.153	14	.200*	.938	14	.429
ASDR3A	.330	14	.000	.745	14	.010**
ASDR3B	.340	14	.000	.642	14	.010**
ASDR4A	.268	14	.007	.861	14	.036
ASDR4B	.266	14	.008	.799	14	.010**

** . This is an upper bound of the true significance.

* . This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
GGRM1A	.197	14	.148	.930	14	.370
GGRM1B	.168	14	.200*	.925	14	.328
GGRM2A	.173	14	.200*	.937	14	.423
GGRM2B	.107	14	.200*	.966	14	.769
GGRM3A	.264	14	.009	.884	14	.074
GGRM3B	.122	14	.200*	.966	14	.769
GGRM4A	.193	14	.168	.913	14	.238
GGRM4B	.140	14	.200*	.931	14	.378

* . This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
SMGR1A	.148	14	.200*	.916	14	.263
SMGR1B	.125	14	.200*	.940	14	.444
SMGR2A	.231	14	.041	.855	14	.029
SMGR2B	.183	14	.200*	.905	14	.180
SMGR3A	.197	14	.145	.904	14	.168
SMGR3B	.162	14	.200*	.958	14	.651
SMGR4A	.304	14	.001	.802	14	.010**
SMGR4B	.147	14	.200*	.959	14	.668

*. This is a lower bound of the true significance.

**. This is an upper bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TSPC1A	.238	14	.031	.851	14	.025
TSPC1B	.167	14	.200*	.945	14	.486
TSPC2A	.237	14	.033	.849	14	.023
TSPC2B	.240	14	.028	.847	14	.022
TSPC3A	.248	14	.019	.918	14	.277
TSPC3B	.284	14	.003	.789	14	.010**
TSPC4A	.154	14	.200*	.957	14	.649
TSPC4B	.156	14	.200*	.937	14	.425

*. This is a lower bound of the true significance.

**. This is an upper bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ISAT1A	.120	14	.200*	.953	14	.581
ISAT1B	.232	14	.039	.896	14	.104
ISAT2A	.224	14	.056	.841	14	.018
ISAT2B	.224	14	.054	.890	14	.087
ISAT3A	.182	14	.200*	.943	14	.466
ISAT3B	.154	14	.200*	.953	14	.591
ISAT4A	.215	14	.080	.889	14	.086
ISAT4B	.182	14	.200*	.944	14	.476

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TINS1A	.174	14	.200*	.898	14	.125
TINS1B	.197	14	.147	.906	14	.186
TINS2A	.160	14	.200*	.933	14	.395
TINS2B	.260	14	.011	.824	14	.010**
TINS3A	.220	14	.065	.924	14	.326
TINS3B	.238	14	.031	.890	14	.089
TINS4A	.270	14	.007	.886	14	.079
TINS4B	.332	14	.000	.651	14	.010**

*. This is a lower bound of the true significance.

**. This is an upper bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TELKOM1A	.195	14	.157	.935	14	.411
TELKOM1B	.275	14	.005	.830	14	.012
TELKOM2A	.163	14	.200*	.916	14	.258
TELKOM2B	.185	14	.200*	.925	14	.329
TELKOM3A	.220	14	.066	.907	14	.189
TELKOM3B	.170	14	.200*	.904	14	.172
TELKOM4A	.134	14	.200*	.945	14	.485
TELKOM4B	.164	14	.200*	.940	14	.444

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Test Statistics^c

	ISAT1B - ISAT1A	ISAT2B - ISAT2A	ISAT3B - ISAT3A	ISAT4B - ISAT4A
Z	-.063 ^a	-3.299 ^b	-3.301 ^a	-3.308 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.950	.001	.001	.001

a. Based on positive ranks.

b. Based on negative ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^c

	TINS1B - TINS1A	TINS2B - TINS2A	TINS3B - TINS3A	TINS4B - TINS4A
Z	-.440 ^a	-1.981 ^b	-3.235 ^a	-2.946 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.660	.048	.001	.003

- a. Based on positive ranks.
- b. Based on negative ranks.
- c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^c

	TELKOM1B - TELKOM1A	TELKOM2B - TELKOM2A	TELKOM3B - TELKOM3A	TELKOM4B - TELKOM4A
Z	-3.189 ^a	-3.299 ^b	-1.794 ^a	-3.301 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001	.001	.073	.001

- a. Based on positive ranks.
- b. Based on negative ranks.
- c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^c

	SMGR1B - SMGR1A	SMGR2B - SMGR2A	SMGR3B - SMGR3A	SMGR4B - SMGR4A
Z	-3.296 ^a	-3.299 ^a	-3.301 ^b	-3.310 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001	.001	.001	.001

- a. Based on negative ranks.
- b. Based on positive ranks.
- c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^c

	TSPC1B - TSPC1A	TSPC2B - TSPC2A	TSPC3B - TSPC3A	TSPC4B - TSPC4A
Z	-.628 ^a	-3.306 ^b	-.377 ^a	-2.923 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.530	.001	.706	.003

- a. Based on positive ranks.
- b. Based on negative ranks.
- c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^c

	ASDR1B - ASDR1A	ASDR2B - ASDR2A	ASDR3B - ASDR3A	ASDR4B - ASDR4A
Z	-1.226 ^a	-2.320 ^b	-2.107 ^b	-1.084 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.220	.020	.035	.279

- a. Based on negative ranks.
- b. Based on positive ranks.
- c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Test Statistics^b

	GGRM1B - GGRM1A	GGRM2B - GGRM2A	GGRM3B - GGRM3A	GGRM4B - GGRM4A
Z	-3.297 ^a	-3.297 ^a	-.944 ^a	-2.543 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001	.001	.345	.011

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test