

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG MASUK *CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX*

EVI GANTYOWATI dan YAYUK SULISTIYANI

Universitas Sebelas Maret Surakarta, Jl. Ir. Sutami 36 A, Surakarta 57126
adouf06@yahoo.com

The objective of this research is to empirically examine about the market reaction to dividend announcement at the firms included Corporate Governance Perception Index (CGPI). The analysis includes two aspects: Security Return Variability (SRV) and Trading Volume Activity (TVA) of dividend announcement. The sample of this research is the firms that included Corporate Governance Perception Index (CGPI) at the period of 2003–2005 and they have dividend announcement at the period of 2004–2006. Based on purposive sampling method, the sample used in this research is 58 firms. Data were analyzed using one sample t-test. The results of this research show that dividend announcement at the firms included Corporate Governance Perception Index (CGPI) has information content and statistically significant responded by the market around the date dividend announcement.

Keywords: Dividend announcement, Corporate Governance Perception Index, Security Return Variability and Trading Volume Activity

PENDAHULUAN

Dalam rangka *economy recovery*, pemerintah Indonesia dan *International Monetary Fund* (IMF) memperkenalkan konsep *good corporate governance* (GCG) sebagai tata cara kelola perusahaan yang sehat. Konsep ini diharapkan dapat melindungi pemegang saham (*stockholders*) dan kreditur agar dapat memperoleh kembali investasinya. Penelitian yang dilakukan oleh *Asian Development Bank* (ADB) menyimpulkan penyebab krisis ekonomi di negara-negara Asia, termasuk Indonesia, adalah (1) mekanisme pengawasan dewan komisaris (*board of director*) dan komite audit (*audit committee*) suatu perusahaan tidak berfungsi dengan efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham dan (2) pengelolaan perusahaan yang belum profesional. Penerapan konsep GCG di Indonesia diharapkan dapat meningkatkan

profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan *stakeholders*.

Sunarto (2003) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan sebuah struktur, proses, budaya dan sistem untuk menciptakan kondisi operasional yang sukses bagi suatu organisasi. Sunarto (2003) juga menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* yang baik dan proporsi kepemilikan serta proporsi *board of directors* yang relatif seimbang akan dapat menciptakan *good corporate governance* (GCG). Apabila GCG tercapai, maka kinerja saham perusahaan tersebut akan semakin meningkat.

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan pemeringkatan *corporate governance* yang dilakukan majalah SWA dan IICG berdasarkan 7 (tujuh) kriteria, yaitu (1) komitmen perseroan terhadap *corporate governance*, (2) pelaksanaan RUPS dan perlakuan terhadap *minority shareholders*, (3) dewan komisaris, (4) struktur direksi, (5) hubungan dengan *stakeholder*, (6) transparansi dan akuntabilitas serta (7) tanggapan terhadap riset IICG. Majalah SWA dan IICG bahkan berencana menjadikan indeks ini sebagai indikator (*benchmark*) yang akan selalu menjadi pegangan investor.

Salah satu ciri perusahaan yang dikelola dengan baik (*good corporate governance*) adalah menyampaikan informasi dengan lebih cepat, akurat dan lengkap (Arifin 2003). Suatu informasi dianggap informatif, jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan yang baru di kalangan investor. Kepercayaan baru ini akan mengubah harga melalui perubahan *demand* dan *supply* surat-surat berharga. Beberapa informasi yang terdapat di pasar modal, meliputi penggabungan usaha (*merger*), pengambilalihan (*acquisition*), peleburan usaha (*consolidation*), pemecahan saham (*stock split*), pembagian dividen saham (*stock dividend*), laporan keuangan, dan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI).

Peristiwa (*event*) yang dipilih dalam penelitian ini adalah pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI. Pengumuman dividen merupakan sinyal yang diberikan manajemen tentang keyakinan mereka mengenai perkembangan perusahaan. Setiawan dan Hartono (2002) membuktikan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia bereaksi terhadap pengumuman dividen secara cepat sehingga *abnormal return* yang dinikmati oleh investor hanya pada saat pengumuman dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Sifa (2006) menunjukkan bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan yang masuk dan tidak masuk sepuluh besar CGPI direaksi oleh pasar, yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, investor sangat membutuhkan informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan tersebut. Salah satunya adalah informasi mengenai kebijakan dividen. Menurut Miller dan Rock (1985), pengumuman perubahan dividen dapat menjadi dasar bagi investor untuk menentukan *the firms earnings* dan *the expected future earnings*. Oleh karena itu, perusahaan yang *go public* mempunyai kewajiban untuk melaporkan kinerjanya kepada investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibagikan.

Untuk mengetahui kandungan informasi (*information content*) dalam pengumuman dividen pada perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*, penelitian ini mengamati variabilitas tingkat keuntungan saham dan volume perdagangan saham. *Security Return Variability* (SRV) sebagai indikator variabilitas tingkat keuntungan saham, digunakan untuk melihat apakah pasar secara agregat menilai laporan keuangan sebagai sesuatu yang informatif. Artinya dengan informasi tersebut mengakibatkan perubahan pada distribusi *return* saham pada waktu pengumuman. *Trading Volume Activity* (TVA) sebagai indikator volume perdagangan saham, digunakan untuk melihat apakah investor secara individual menilai laporan keuangan sebagai sesuatu yang informatif. Artinya dengan informasi tersebut investor dapat membuat keputusan perdagangan di atas normal.

Perbedaan penting antara pengujian harga dan volume adalah bahwa harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan sedangkan volume merefleksikan perubahan dalam pengharapan investor secara individual (Bandi dan Hartono 1999). Suatu informasi, misalnya pengumuman laba atau pengumuman dividen mungkin netral dalam arti tidak mengubah pengharapan tentang pasar sebagai suatu keseluruhan tetapi mungkin mengubah pengharapan investor secara individual. Dalam situasi seperti ini, tidak akan ada reaksi harga, tetapi mungkin ada pergantian dalam posisi portofolio yang merefleksikan reaksi volume.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya dapat diketahui bahwa pengumuman dividen oleh perusahaan sampel mengandung muatan informasi yang akan direspon oleh pasar dan pengumuman CGPI oleh perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* juga mempunyai kandungan informasi (*information content*). Adanya pemeringkatan *corporate governance* yang berupa *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) ini, kita bisa menduga bahwa perusahaan yang masuk CGPI dan mengumumkan dividen akan mempunyai kinerja yang lebih baik daripada perusahaan yang belum/tidak masuk CGPI yang juga mengumumkan dividen. Berdasarkan survei majalah SWA dan IICG, perusahaan mempunyai itikad menjadi perusahaan yang terpercaya dan terbuka. Hal ini memungkinkan adanya perbedaan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen di antara perusahaan yang masuk CGPI dan perusahaan yang belum/tidak masuk CGPI. Dengan melihat latar belakang tersebut, maka peneliti tertarik untuk menguji reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk *corporate governance perception index* berdasarkan variabilitas tingkat keuntungan saham dan volume perdagangan saham.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan hasil penelitian sebelumnya tentang reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk *corporate governance perception index* berdasarkan variabilitas tingkat keuntungan saham dan volume perdagangan saham. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keem-

pat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian Hidayah dan Triatmoko (2002) menguji pengaruh pengumuman perubahan dividen terhadap volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan saham. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 60 perusahaan, yang terdiri dari 30 perusahaan yang mengumumkan dividen tunai naik dan 30 perusahaan yang mengumumkan dividen tunai turun. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa (1) tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan saham sebelum dan sesudah pengumuman dividen baik untuk kelompok dividen naik maupun kelompok dividen turun, (2) tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata volume perdagangan saham kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun, (3) terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata variabilitas tingkat keuntungan saham kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun, serta (4) tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan saham di sekitar pengumuman dividen diantara perusahaan kecil, menengah dan besar baik untuk kelompok dividen naik maupun dividen turun.

Widayanti (2005) menyatakan bahwa *Security Return Variability* merupakan indikator untuk melihat adanya variabilitas tingkat keuntungan saham. Hal inilah yang biasanya dipakai untuk mengetahui adanya ketidakpastian atau asimetri informasi. Bamber dan Cheon (1995) menyatakan bahwa dalam investasi saham di pasar modal, perubahan harga saham merefleksikan perubahan kepercayaan rata-rata pasar secara agregat. Menurut Husnan *et al.* (1996) dalam Widayanti (2005) mengemukakan bahwa akibat dari fluktuasi harga saham tersebut akan menyebabkan perubahan *return* saham yang pada akhirnya akan mengakibatkan berubahnya variabilitas tingkat keuntungan saham.

Variabilitas tingkat keuntungan saham dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator *Security Return Variability* (SRV). Penelitian ini menguji reaksi pasar yang dilihat dari variabilitas tingkat keuntungan saham terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya variabilitas tingkat keuntungan saham di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Kandungan informasi dari suatu pengumuman (*event*) tidak hanya berpengaruh pada harga tapi juga pada volume perdagangan saham. Bandi dan Hartono (1999) menyatakan bahwa suatu laporan yang diumumkan (*event*) memiliki kandungan informasi, apabila jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih besar ketika *earnings* diumumkan daripada waktu lain selama tahun tersebut.

Bandi dan Hartono (1999) berpendapat bahwa secara logis bisa disebutkan adanya kandungan informasi juga, apabila jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih kecil ketika suatu *event* terjadi. Hal ini disebabkan karena adanya *bad news*. Bamber dan Cheon (1995) menyatakan bahwa dalam investasi saham di pasar modal, volume perdagangan saham merupakan tindakan atau perdagangan investor individual. Jadi volume merefleksikan perubahan dalam pengharapan investor individual. Sedangkan menurut Almilia dan Sifa (2006), volume perdagangan saham menunjukkan jumlah saham emiten yang ditransaksikan dengan tingkat harga yang disepakati oleh pihak penjual dan pembeli selama periode transaksi.

Almilia dan Sifa (2006) menguji reaksi pasar pengumuman CGPI pada perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2001 sampai 2003. Reaksi pasar pada penelitian ini menggunakan *abnormal return* dan volume perdagangan saham pada perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI. Hasil dari penelitian ini adalah pengumuman CGPI pada perusahaan yang masuk dan tidak masuk sepuluh besar CGPI direaksi oleh pasar, yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Volume perdagangan saham dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity* (TVA). Penelitian ini menguji reaksi pasar yang dilihat dari volume perdagangan saham terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian di atas, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₂: Pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan saham di sekitar tanggal pengumuman dividen.

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan dividen pada tahun 2004 sampai 2006. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini ditentukan berdasarkan *purposive sampling method*, yaitu teknik penentuan sampel dengan menggunakan pertimbangan dan batasan tertentu sehingga sampel yang dipilih relevan dengan tujuan penelitian. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel dalam penelitian ini, adalah (1) Perusahaan masuk dalam CGPI berdasarkan survei yang dilakukan oleh majalah SWA dan IICG pada tahun 2003 sampai 2005; (2) Perusahaan mengumumkan dividen pada tahun 2004 sampai 2006; (3) Perusahaan tidak mempunyai pengumuman lain selain pengumuman dividen selama *event window* (11 hari), yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman dividen. Hal ini untuk menghindari adanya *confounding effect* akibat pengumuman lain seperti *merger*, *akuisisi*, *right issue* dan *stock split*. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel yang telah ditentukan, maka diperoleh sampel penelitian sebanyak 58 perusahaan. Berikut disajikan kriteria pemilihan sampel:

Tabel 1 Pemilihan Sampel

Keterangan	2004	2005	2006	Total
Total peserta CGPI	31	22	26	79
Tidak mengumumkan dividen	(7)	(3)	(10)	(20)
Melakukan <i>corporate action</i>	-	-	-	-
<i>Delisted company</i>	-	(1)	-	(1)
Total sampel	24	18	16	58

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Reaksi pasar dalam penelitian ini adalah variabilitas tingkat keuntungan saham dan volume perdagangan saham. Variabilitas tingkat keuntungan saham diukur dengan menggunakan *Security Return Variability (SRV)*. SRV merupakan indikator untuk melihat apakah pasar secara agregat menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah dengan informasi tersebut mengakibatkan perubahan distribusi *return* saham terutama pada waktu pengumuman dividen. Langkah-langkah menghitung *Security Return Variability (SRV)*:

Menghitung *Abnormal Return* (U_{it}) yang didefinisikan sebagai selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi.

$$U_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots \dots \dots (1)$$

keterangan:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (2)$$

$E(R_{it}) = E(R_{mt})$, dimana $E(R_{mt}) = R_{mt}$

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (3)$$

keterangan:

- U_{it} : *Abnormal return* saham perusahaan i pada waktu t.
- R_{it} : *Return* sesungguhnya saham perusahaan i pada waktu t.
- $E(R_{it})$: *Return* ekspektasi saham perusahaan i pada waktu t.
- P_t : Harga saham pada waktu t.
- P_{t-1} : Harga saham pada waktu t – 1.
- R_{mt} : *Return* indeks pasar pada waktu t.
- $IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan pada waktu t.
- $IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan pada waktu t-1.

Menghitung Varian U_{it} atau $[V(U_{it})]$

$$V(U_{it}) = \frac{(U_{it} - \text{Rata-rata } U_{it})^2}{n-1} \dots\dots\dots(4)$$

keterangan:

$V(U_{it})$: Varian dari *abnormal return* pada periode di luar pengumuman.

n: Jumlah hari yang diamati.

Menghitung SRV_{it}

$$SRV_{it} = \frac{U_{it}^2}{V(U_{it})} \dots\dots\dots(5)$$

Volume perdagangan saham diukur berdasarkan *Trading Volume Activity* (TVA). TVA merupakan alat untuk melihat apakah investor secara individual menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah dengan informasi tersebut membuat keputusan perdagangan di atas normal. Rumus untuk menghitung *Trading Volume Activity* (TVA):

$$TVA_{it} = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t} \dots\dots(6)$$

HASIL PENELITIAN

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis pertama, terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas untuk mengetahui apakah data yang akan diuji tersebut sudah atau tidak terdistribusi normal. Berikut disajikan hasil uji normalitas data *Security Return Variability* (SRV):

Tabel 2 Hasil Uji Normalitas Data SRV

Hari ke	Nilai K-S Z	P-Value	Distribusi Data
t-5	1,204	0,110	Normal
t-4	1,234	0,095	Normal
t-3	1,152	0,141	Normal
t-2	1,159	0,136	Normal
t-1	1,274	0,078	Normal
t0	1,161	0,135	Normal
t+1	1,215	0,104	Normal
t+2	1,123	0,161	Normal
t+3	1,259	0,084	Normal
t+4	1,076	0,197	Normal
t+5	0,084	0,537	Normal

Sumber Pengolahan Data

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui *p-value* data SRV dari semua perusahaan sampel untuk 5 hari sebelum sampai 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen. Hasil pengujian tersebut menyatakan bahwa *p-value* untuk semua data SRV lebih besar dari *level of significance* sebesar 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data SRV selama *event window* sudah terdistribusi normal, sehingga dapat dilakukan pengujian selanjutnya untuk menentukan ada tidaknya reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) berdasarkan variabilitas tingkat keuntungan saham. Berikut disajikan hasil uji *one sample t-test* data SRV:

Tabel 3 Hasil Uji t Data SRV

Hari ke	Rata-Rata SRV	P-Value
t-5	0,9476	0,000
t-4	1,0571	0,000
t-3	0,9988	0,000
t-2	0,6960	0,003
t-1	1,0317	0,000
t0	0,9722	0,000
t+1	1,0166	0,000
t+2	0,9485	0,000
t+3	0,9903	0,000
t+4	1,0032	0,000
t+5	0,9318	0,000

Sumber Pengolahan Data

Berdasarkan tabel di atas dapat diperoleh hasil uji t data SRV dari semua perusahaan sampel untuk 5 hari sebelum sampai 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa pada t-5, t-4, t-3, t-2, t-1, t0, t+1, t+2, t+3, t+4, dan t+5 secara statistik signifikan atau $\alpha < 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima. Hal ini berarti, pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI tersebut memiliki kandungan informasi sehingga di-reaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *Security Return Variability* (SRV) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis kedua, terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas untuk mengetahui apakah data yang akan diuji tersebut sudah atau tidak terdistribusi normal. Berikut disajikan hasil uji normalitas data TVA:

Tabel 4 Hasil Uji Normalitas Data TVA

Hari ke	Nilai K-S Z	P-Value	Distribusi Data
t-5	0,979	0,293	Normal
t-4	1,017	0,252	Normal
t-3	0,955	0,322	Normal
t-2	0,884	0,415	Normal
t-1	0,846	0,471	Normal
t0	0,969	0,305	Normal
t+1	1,268	0,080	Normal
t+2	1,195	0,115	Normal
t+3	1,016	0,254	Normal
t+4	0,767	0,599	Normal
t+5	0,948	0,330	Normal

Sumber Pengolahan Data

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui *p-value* data TVA dari semua perusahaan sampel untuk 5 hari sebelum sampai 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen. Hasil pengujian tersebut menyatakan bahwa *p-value* untuk semua data TVA lebih besar dari *level of significance* sebesar 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data TVA selama *event window* sudah terdistribusi normal, sehingga dapat dilakukan pengujian selanjutnya untuk menentukan ada tidaknya reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* berdasarkan volume perdagangan saham. Berikut disajikan hasil uji *one sample t-test* data TVA:

Tabel 5 Hasil Uji t Data TVA

Hari ke	Rata-Rata TVA	P-Value
t-5	0,0349	0,000
t-4	0,0360	0,000
t-3	0,0375	0,000
t-2	0,0339	0,000
t-1	0,0321	0,000
t0	0,0334	0,000
t+1	0,0323	0,000
t+2	0,0338	0,000
t+3	0,0297	0,000
t+4	0,0284	0,000
t+5	0,0303	0,000

Sumber Pengolahan Data

Berdasarkan tabel di atas dapat diperoleh hasil uji t data TVA dari semua perusahaan sampel untuk 5 hari sebelum sampai 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa pada t-5, t-4, t-3, t-2, t-1,

$t_0, t+1, t+2, t+3, t+4,$ dan $t+5$ secara statistik signifikan $\alpha < 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_2 diterima. Hal ini berarti, pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *Trading Volume Activity* (TVA) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya variabilitas tingkat keuntungan saham dan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Suatu informasi yaitu pengumuman dividen dalam penelitian ini berarti mengubah pengharapan tentang pasar sebagai suatu keseluruhan dan mengubah pengharapan investor secara individual, yang dibuktikan dengan adanya *Security Return Variability* (SRV) dan *Trading Volume Activity* (TVA) di sekitar tanggal pengumuman dividen. Dalam situasi seperti ini, terdapat reaksi harga dan pergantian posisi portofolio yang merefleksikan reaksi volume.

PENUTUP

Penelitian ini dapat disimpulkan bahwa (1) pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *Security Return Variability* (SRV) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen dan (2) pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *Trading Volume Activity* (TVA) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Sifa (2006) yang membuktikan bahwa perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar. Selain itu, penelitian ini juga sesuai dengan hasil penelitian Setiawan dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia bereaksi terhadap pengumuman dividen secara cepat. Dengan demikian, penelitian ini membuktikan bahwa pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI mempunyai kandungan informasi (*information content*) yang akan direaksi oleh pasar sebagai suatu keseluruhan dan investor secara individual.

Keterbatasan penelitian ini adalah perioda penelitian hanya tiga tahun, perioda ini hanya mampu mengambil lima puluh delapan perusahaan yang sesuai dengan kriteria pemilihan sampel. Dalam menghitung *return* ekspektasi hanya menggunakan *market-adjusted model*, masih banyak model lainnya. Untuk mengetahui pengumuman apa saja yang terjadi pada perusahaan, penelitian ini hanya mengambil dari sumber *Indonesia Stock Exchange-Statistic*.

Saran-saran untuk penelitian selanjutnya, adalah (1) dapat menambah jumlah sampel dan memperpanjang periode observasi, tidak hanya 3 tahun, (2) dalam menghitung *return* ekspektasi, dapat menggunakan model lain selain *market-adjusted model* sehingga dapat diketahui apakah dengan menggunakan model lain akan memberikan hasil yang konsisten/tidak atau menggunakan tiga model sekaligus sehingga dapat dibandingkan apakah hasilnya konsisten/tidak, (3) dalam meng-

identifikasi pengumuman lain selain pengumuman dividen atau untuk mengetahui adanya *confounding effect* selama *event windows*, tidak hanya dari dari *Indonesia Stock Exchange-Statistic* tetapi juga dari sumber lain atau media massa yang mempublikasikan.

REFERENSI:

- Almilia, Luciana Spica dan Lailul L. Sifa. 2006. Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Symposium Nasional Akuntansi IX*, 23-26 Agustus, Padang.
- Arifin, Zainal. 2003. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Pada Saat Pengumuman Earnings. *Symposium Nasional Akuntansi VI*, 16-17 Oktober, Surabaya, hlm. 614-621.
- Bamber, L. Smith dan Y. S. Cheon. 1995. Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements. *The Accounting Review*, Vol. 70, No.3, hlm. 417-441.
- Bandi dan Jogiyanto Hartono. 1999. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen. *Symposium Nasional Akuntansi II*, 24-25 September,
- Faisal. 2005. Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan, dan Mekanisme *Corporate Governance*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 2, Mei, hlm. 175-190.
- Handayani, Ratih. 2003. Analisis Respon Harga Saham terhadap Pengumuman Laba Kuartal Interim Kuartal Keempat. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 5, No. 3.
- Hartono, Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE.
- Hidayah, Rini dan Hanung Triatmoko. 2002. Pengaruh Pengumuman Perubahan Dividen terhadap Volume Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham. *Perspektif*, Vol. 7, No. 1, Juni, hlm. 9-17.
- Johnson, Simon, P. Boone, A. Breach dan E. Friedman. 2000. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 58, hlm. 141-186.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia* (<http://www.google.com>).
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, Vol. XL, No. 4, September, hlm. 1031-1051.
- Pramastuti, Suluh. 2007. Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian *Dividend Signaling Theory* dan *Rent Extraction Hypothesis*. Naskah Publikasi Program Studi Ilmu Manajemen-Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Prasetyo, Januar Eko dan Erna Susilastuti. 2004. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen yang Meningkatkan dan Menurun terhadap Harga Saham. *Wahana*, Vol. 7, No. 1, Februari, hlm. 1-15.
- Setiawan, Doddy dan Jogiyanto Hartono. 2002. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Symposium Nasional Akuntansi V*, 5-6 September, Semarang, hlm. 334-346.
- Setiawan, Doddy dan Sitti Subekti. 2005. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Selama Krisis Moneter). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 2, Mei, hlm. 121-137.
- Sunarto. 2003. Corporate Governance dan Kinerja Saham. *Fokus Ekonomi*. Vol. 2, No. 3. Desember, hlm. 240-257.
- SWA. 2006. Edisi 26/XXII/11-20 Desember.