

# EFEK PENURUNAN DIVIDEN KAS FINAL TERHADAP PENGEMBALIAN SAHAM *Event Study Saham di Bursa Efek Jakarta*

Oleh : Nani Sutarni<sup>1</sup> & Rizky Dermawan<sup>2</sup>

## ABSTRAK

*Event study on the effect of decreasing final cash dividend is rarely conducted by financial researchers. This article tried to study such phenomenon by applying models used in established capital markets. Results show that for Indonesian capital market, such models are needed to be modified in order to capture riil view on such phenomenon.*

**Keywords :** *Event study, decreasing final cash dividend*

## Pendahuluan

Pola pergerakan harga saham secara acak (*random walks*) menyatakan bahwa harga saham mempunyai pergerakan yang acak tidak mengikuti pola tertentu yang baku. Pola acak ini merupakan indikasi dari efisiensi pasar modal. Hasil temuan ini berkembang menjadi teori *Efficient Market Hypothesis (EMH)*. Teori tersebut membagi efisiensi pasar pada *weak-form*, *semistrong-form*, dan *strong-form*, berdasarkan kandungan informasi yang tercermin pada harga pasar saham.

Teori *EMH* membawa implikasi yang besar bagi para pelaku pasar dalam kebijakan investasi. Pelaku pasar melakukan analisis terhadap harga saham dengan maksud untuk memperoleh informasi penting. Informasi tersebut kemudian dipakai sebagai alat untuk mendapatkan keuntungan di pasar. Metode analisis yang digunakan adalah analisis teknikal dan fundamental. Kedua analisis tersebut dipakai bersamaan saling mendukung untuk menggali informasi guna menentukan

harga saham yang wajar. Bagaimanapun juga, informasi yang tergali tidak secara langsung dapat menggambarkan kondisi efisiensi satu pasar. Selain itu, kedua metode analisis tersebut tidak dapat mengukur pengaruh suatu *event* terhadap harga saham suatu perusahaan. Berdasarkan kenyataan ini, para periset bidang keuangan mengembangkan metode yang berbasis konsep *EMH*, yaitu metode *event study* (studi tentang peristiwa).

Fokus pembahasan metode *event study* adalah pengukuran *abnormal return* suatu saham. Pengukuran abnormal return tersebut didasarkan atas suatu *benchmark* yang disusun melalui proses pemodelan empiris berbasis konsep *Single Index Market Model (SIMM)*.

Penelitian berlandaskan *event study* belum banyak dilakukan di *emerging market* seperti Bursa Efek Jakarta (BEJ). Artikel ini membahas tentang kajian *event study* atas pengaruh penurunan dividen kas final terhadap kinerja beberapa emiten di BEJ. Peristiwa penurunan dividen kas final dipilih karena penelitian *event study* (yang

---

<sup>1</sup> Nani Sutarni, Dra. M.Pd, adalah dosen Program Studi Manajemen Perkantoran Jurusan Pendidikan Ekonomi FPIPS UPI Bandung

<sup>2</sup> Rizky Dermawan, SE, MM, adalah dosen Program Studi Manajemen Perkantoran Jurusan Pendidikan Ekonomi FPIPS UPI Bandung

melakukan pengukuran abnormal return suatu saham) atas hal ini masih jarang dilakukan oleh periset dalam negeri.

## **Telaah Pustaka**

### ***Event Study* dalam Ilmu Keuangan**

Studi berbasis peristiwa (*event study*) telah banyak dilakukan terutama pada *established market* seperti *New York Stock Exchange* (NYSE). James Doley (1933) melakukan studi tentang pengaruh *stock split* terhadap perubahan harga saham di pasar modal. Metode yang digunakannya dikembangkan kemudian oleh John H Myers dan Archie Bakay (1948), C. Austin Barker (1956, 1957, 1958), dan John Ashley (1962). Pada akhir 1960-an Ray Ball dan Philip Brown (1968) serta Eugene Fama et al. (1969) mengembangkan metode *event study* yang menjadi dasar metode yang digunakan pada saat ini. Hasil riset Brown dan Warner pada 1980 dan 1985 kerap menjadi acuan utama bagi para periset lainnya untuk melakukan penelitian pergerakan harga saham atas dasar metode *event study*. Riset yang dilakukan pada 1980 membandingkan berbagai konsep dalam *event study* yang telah digunakan para periset sebelumnya. Sedangkan riset pada 1985 membahas tentang beberapa masalah potensial yang dapat timbul dari penggunaan return harian dalam *event study* dan implikasinya terhadap penyusunan model untuk mengukur normal atau *expected return*. Hasil kedua riset pada jangka waktu yang berbeda tersebut memberikan gambaran bahwa model atau konsep yang lebih canggih dari *Single Index Market Model* (*Ordinary Least Squares* atau *OLS*), tidak memberikan manfaat yang lebih baik dalam kajian *event study*. Metode yang lebih kompleks lebih sering membuat hasil riset menjadi lebih buruk dibandingkan metode yang sederhana sekalipun, seperti *Mean-Adjusted Return*, yang secara eksplisit tidak melakukan penyesuaian terhadap risiko. Secara umum, seluruh studi terdahulu menunjukkan adanya pengaruh

lingkungan internal seperti kebijakan *stock split*, pengumuman dividen, *merger*, dan akuisisi terhadap kinerja bursa saham yang diukur melalui harga saham perusahaan emiten.

### **Asumsi yang Mendasari Identifikasi Abnormal Return Pasar Efisien (*Efficient Market*)**

Asumsi dasar yang pertama adalah kondisi pasar berada dalam keadaan efisien (*Efficient Market Hypothesis*). Kondisi pasar saham yang demikian menandakan pencerminan seluruh informasi relevan yang dikeluarkan perusahaan terhadap harga saham. Jika asumsi pasar yang efisien ini tidak berlaku karena pasar diketahui tidak efisien, maka dilakukan penyesuaian model pengukuran *normal return* agar model yang disusun dapat mendekati kondisi pasar sesungguhnya.

### **Peristiwa yang Diteliti Bersifat Tidak Terduga (*Unanticipated Event*)**

Asumsi yang kedua adalah peristiwa yang terjadi diumumkan ke pasar melalui pers. Pasar tidak memiliki informasi tentang suatu peristiwa sebelum peristiwa tersebut diumumkan melalui pers tidak melalui sumber lain. Hal tersebut mengindikasikan kebocoran (*leakage*) di pasar. Adanya kebocoran ini mengakibatkan peristiwa sudah bukan merupakan hal yang bersifat tidak terduga lagi, sehingga perilaku pasar yang dicerminkan melalui grafik *Cumulative Abnormal Return* (CAR) berubah.

### **Efek Bauran (*Compounding Effect*) Telah Diisolir**

Asumsi ketiga berkaitan dengan tercampurbaurnya suatu peristiwa yang telah ditetapkan dengan peristiwa lain. Sehingga pengukuran suatu reaksi pasar didasarkan atas satu peristiwa saja. Adanya

efek bauran ini akan menyebabkan pengukuran reaksi pasar menjadi tidak akurat, mengingat ada lebih dari satu peristiwa yang mempengaruhinya. Mengisolir peristiwa lain yang mempengaruhi peristiwa tertentu memang sulit. Karena itu, asumsi efek bauran yang telah diisolir periset perlu ditetapkan untuk mempermudah pelaksanaan penelitian.

## Metode Penelitian Penentuan *Event*

Artikel ini meneliti peristiwa penurunan dividen kas final selama tahun 1996-1997. periode penelitian ini mendekati periode krisis ekonomi, sehingga pola reaksi dari para pelaku pasar sangat reaktif karena banyak kondisi-kondisi buruk yang dapat terjadi setiap saat dan sangat cepat. Penentuan *event* juga meliputi tanggal yang diasumsikan merupakan kala pertama informasi tentang peristiwa tersebut disebarluaskan ( $t_0$ ). Selanjutnya ditentukan pula panjangnya periode peristiwa, yaitu periode yang diperkirakan akan terjadinya reaksi pasar atas peristiwa tersebut. Langkah selanjutnya adalah menentukan periode estimasi. Periode estimasi ini digunakan untuk membangun model sebagai pengukur normal/ *expected return* suatu saham. Panjang periode peristiwa dalam studi ini ditentukan selama 21 hari, meliputi 10 hari sebelum hari *event*, 1 hari *event* ( $t_0$ ), dan 10 hari setelah hari *event* terjadi. Sedangkan panjang periode estimasi adalah 250 hari. Periode harian dipilih mengingat studi dengan periode harian memberikan kekuatan prediksi yang lebih baik (Peterson 1989).

## Sampel

Sampel diambil dari emiten yang masuk dalam LQ-45 yang mengalami penurunan dividen kas final pada 1997. Alasan pengambilan sampel dari LQ-45 ini adalah penelitian berbasis *event study*, terutama

untuk periode harian, memerlukan emiten-emiten yang bersifat likuid agar pengaruh suatu peristiwa dapat diukur dengan segera dan relatif akurat. Likuiditas emiten dalam LQ-45 ini akan mengatasi masalah *thin trading* di BEJ sehingga akurasi penelitian untuk pengukuran pengaruh *event* dividen kas final akan cukup baik.

## Prosedur Pengolahan Data

Tahapan ini dibagi menjadi dua bagian besar, yaitu prosedur *time series* dan prosedur *event study*. Prosedur *time series* digunakan untuk mengolah data sedemikian rupa sehingga data tersebut dapat menjadi input yang memadai untuk proses pemodelan. Prosedur *event study* digunakan untuk mengolah data lebih lanjut sehingga reaksi pemegang saham terhadap event penurunan dividen akan dapat dianalisis berdasarkan output grafis dan detil perhitungannya.

## Pengumpulan dan Pengolahan Data

Data Indeks Harga Saham Individual (IHSI), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan kurs USD pada periode 1996-1997 sesuai dengan *sample*, periode estimasi, hari peristiwa, dan periode peristiwa yang telah ditentukan dikumpulkan. Hal yang dilakukan untuk mengolah data sekunder tersebut adalah:

- Mengkonversikan data indeks harga saham individual (IHSI) ke dalam bentuk return dengan melakukan diferensiasi ordo 1 atas data IHSI. Konversi dilakukan karena fokus utama dalam *event study* adalah pengukuran *abnormal return* dari saham-saham dalam sampel. Selain itu untuk memperoleh return IHSI, konversi data dalam bentuk diferensiasi diperlukan untuk membentuk data stasioner sesuai dengan asumsi dasar dalam analisis data *time series*. Data yang layak diolah adalah bersifat stasioner (Gujarati 1995).

b. Memplot data masing-masing variabel untuk mengidentifikasi keberadaan *outliers*. *Outliers* dapat mengakibatkan model yang dibangun menjadi bias. Pengecekan *outliers* dilakukan dengan menggunakan *interval estimates* berdasarkan tingkat kepercayaan 95%. *Return* yang berada di luar batas atas interval diganti nilainya dengan nilai tertinggi dalam interval. Sedangkan *return* yang berada di luar batas interval diganti nilainya dengan nilai terendah dalam interval. Apabila hal tersebut tidak memperbaiki kondisi data, cara lain yang dapat ditempuh adalah mengganti data tersebut dengan rata-rata *return* selama periode pengamatan. Apabila cara terakhir tidak berhasil dalam mengatasi *outliers*, emiten dikeluarkan dari sampel.

### Penentuan Model Empiris *Expected Return* Saham

Dalam *event study*, kemampuan sebuah model sebagai alat peramalan sangat penting karena pengukuran *abnormal return* dilakukan atas dasar model yang dibangun untuk memprediksi *normal/ expected return*. Model regresi yang disusun dalam penelitian ini ditunjukkan sebagai berikut:

$$RIHSI_{it} = \alpha + \beta_1 RIHSG + \beta_2 RUSD_t + e_{it}$$

dimana :

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

$RIHSI_{it}$  = return IHSI saham  $i$  hari ke- $t$

$RUSD_t$  = return kurs USD pada hari ke- $t$

$e_{it}$  = error prediksi untuk saham  $i$  pada hari ke- $t$

### Pengukuran dan Pengujian Abnormal Return

Beberapa langkah prosedur matematis dalam *event study* ini dipaparkan sebagai berikut:

#### a. Pengukuran *Excess/ Abnormal Return*

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}^*$$

dimana:

$AR_{it}$  = abnormal return atau prediction error untuk saham  $i$  pada hari ke- $t$

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

$R_{it}^*$  = expected/ predicted/ normal return saham  $i$  pada hari ke- $t$

#### b. Standardisasi *Abnormal Return* Saham

##### 1) Mengukur *Standard Error of Estimate*

$$S_{ie} = \sqrt{\frac{\left( \sum_{i=1}^T R_{ij} - R_{ij}^* \right)^2}{T-2}}$$

dimana :

$S_{ie}$  = Standard error of estimate untuk saham  $i$ .

$T$  = Panjang periode estimasi.

$R_{ij}$  = Return aktual saham  $I$  pada periode estimasi  $j$ .

$R_{ij}^*$  = Prediksi return saham  $I$  pada periode estimasi  $j$ .

##### 2) Mengukur *Standard Error of Forecast*.

$$S_{ift} = S_{ie} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - R_m)^2}{\sum_{j=1}^T (R_{mj} - R_m)^2}}$$

dimana :

$S_{ift}$  = Standard error of the forecast saham  $I$  pada hari ke- $t$  selama periode even.

$S_{ie}$  = Standard error of estimate saham  $i$  selama  $T$  periode estimasi.

$T$  = Periode yang digunakan dalam persamaan regresi untuk estimasi parameter model.

$R_{nj}$  = Return pasar pada hari ke- $j$   
 selama periode estimasi.  
 $R_{mt}$  = Return pasar untuk hari ke- $t$   
 selama periode even.  
 $R_m$  = Rata-rata return pasar  
 selama periode estimasi.

### 3) Standard Abnormal Return.

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{S_{ift}}$$

dimana :  
 $SAR_{it}$  = Standardized abnormal  
 return untuk saham  $I$   
 pada hari ke- $t$ .

## c. Agregasi Kelompok Saham

### 1) Abnormal Return

$$AR_{Nt} = \left( \frac{I}{N} \right) \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

dimana :  
 $AR_{Nt}$  = Abnormal return untuk  
 $N$  saham pada hari ke- $t$ .  
 $N$  = Jumlah saham yang  
 diagregasi.

### 2) Cumulative Abnormal Return

$$CAR_{Nn} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{Nt}$$

dimana :  
 $CAR_{Nn}$  = Cumulative abnormal  
 return untuk  $N$  saham  
 selama  $n$  periode.  
 $T_1$  = Periode pertama saat  $AR_{Nt}$   
 diakumulasikan.  
 $T_2$  = Periode terakhir saat  
 $AR_{Nt}$  diakumulasikan.

### 3) Standardized Abnormal Return

$$SAR_{Nt} = \left( \frac{I}{\sqrt{N}} \right) \sum_{i=1}^N SAR_{it}$$

dimana :  
 $SAR_{Nt}$  = Standardized abnormal  
 return untuk  $N$  saham  
 pada hari ke- $t$ .

### 4) Standardized Cumulative Abnormal Return

$$SCAR_{Nn} = \left( \frac{I}{\sqrt{N}} \right) \sum_{i=1}^N SCAR_{in}$$

dimana :  
 $SCAR_{Nn}$  = Standardized  
 cumulative abnormal  
 return untuk  $N$  sa-  
 ham selama  $n$  perio-  
 de.

### d. Plotting

*Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang diperoleh melalui proses matematis *event study* diplot dalam bentuk grafis. Sumbu x grafik tersebut adalah periode event. Sedangkan sumbu y adalah besarnya AR dan CAR. grafik inilah, terutama pola pergerakan CAR yang menjadi dasar analisis dalam studi ini.

### e. Analisis Hasil Studi

Analisis dilakukan berdasarkan hasil plot CAR keseluruhan dan beberapa sektor industri tertentu serta detail perhitungan matematis. Kemudian kondisi yang digambarkan berdasarkan plot CAR dan detail perhitungan matematis tersebut dihubungkan dengan teori-teori yang relevan untuk mendapatkan hasil analisis yang logis.

### Analisis dan Temuan Output Pemodelan Empiris

Hasil pemodelan melalui proses analisis data time series dengan prosedur ARIMA dan regresi menghasilkan output yang dapat dibagi menjadi dua golongan. Penggolongan berdasarkan kesesuaian output pemodelan dengan teori *Single Index Market Model* (SIMM). Teori tersebut mengasum-

sikan *regressor* yang signifikan dalam menilai *normal return* saham adalah *return* pasar (Bodie et al. 1999).

Pertama, golongan yang sesuai dengan SIMM, yaitu golongan model *return* pasar (return Indeks Harga Saham Gabungan) sebagai *regressor* yang signifikan. Golongan pertama ini terdiri dari 8 saham, yaitu Bank Danamon (BDMN), Bank Dagang Negara Indonesia (BDNI), Gajah Tunggal (GJTL), Kalbe Farma (KLBK), Lippo Bank (LPBN), Lippo Securities (LPPS), Mulia Industrindo (MLIA), dan Matahari Putra Prima (MPPA).

Kedua, golongan yang tidak sesuai dengan SIMM, yaitu golongan model dengan unsur lag dari return Indeks Harga Saham Individual (AR-IHSI) sebagai salah satu atau satu-satunya *regressor* yang signifikan. Golongan ini terdiri dari GT, Petrochem Industries (ADMG), Dharmala Intiland (DILD), Indocement Tunggal Prakasa (INTP), Berlian Laju Tanker (BLTA), Bakrie and Brothers (BNBR), Bank Internasional Indonesia (BNI), Hanjaya Mandala Sampoerna (HMSP), Putera Surya Perkasa (PTRS), Steady Safe (SAFE), Indfood (INDF), dan Jaya Real Property (JRPT).

Adanya golongan kedua dalam hasil pemodelan matematis ini menunjukkan variabel *return* kurs dollar terhadap rupiah merupakan variabel yang perlu dimasukkan sebagai *regressor* dalam pembentukan model untuk penghitungan *normal return* pada beberapa saham di BEJ. Selain itu, model yang diasumsikan sebagai model yang sesuai untuk mengukur *normal return* yang sering dipakai dalam penelitian jurnal-jurnal ilmiah selama ini, model SIMM, harus dipergunakan dengan hati-hati, mengingat dalam golongan kedua terdapat *regressor* lain yang harus dimasukkan selain *return* IHSG. Karenanya, penggunaan *Multifactor Market Model* (MMM) dinilai lebih mewakili dalam membangun model untuk mengukur *normal return* saham di BEJ.

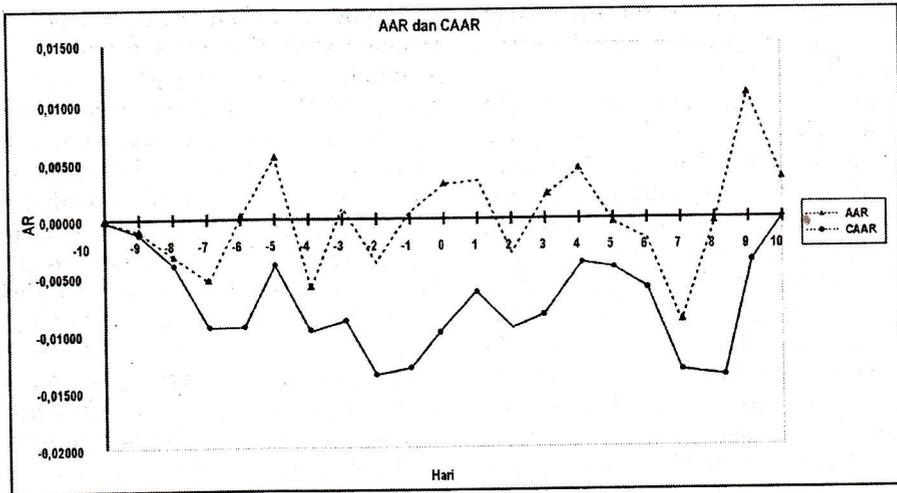
Hasil pemodelan secara langsung juga memberikan gambaran tentang kondisi BEJ. Bentuk setengah kuat ditunjukkan dengan adanya beberapa saham yang ternyata telah mengandung informasi publik yang

dicerminkan melalui *return* IHSG. Saham emiten tersebut termasuk pada golongan pertama, yaitu golongan yang sesuai dengan SIMM. Inefisiensi pasar ditunjukkan dengan adanya kelompok saham emiten yang mengandung ketidakpastian lain berupa *return* kurs dollar terhadap rupiah sebagai *regressor* selain unsur pengembalian pasar (*return* IHSG). Saham-saham pada kelompok kedua ini secara eksplisit menunjukkan masih ada informasi publik lain yang harus dimasukkan dalam model pengukuran *normal return* saham. Hal ini tidak sesuai dengan teori efisiensi pasar setengah kuat dimana faktor informasi yang tersedia di publik telah tercermin seluruhnya dalam variabel *return* pasar, bukan variabel yang lain. Bentuk pasar BEJ juga tidak sepenuhnya sesuai dengan bentuk efisiensi lemah. Pada bentuk ini, harga saham telah mencerminkan analisis teknikal atas data historis saham tertentu. Dengan kata lain, data historis tidak akan menjadi variabel yang signifikan dalam model pengukuran *normal return*. Namun pada kenyataannya, pada golongan kedua, data historis merupakan data yang signifikan. Data tersebut dicerminkan melalui variabel *lag return* IHSI yang signifikan dalam model pengukuran *normal return*.

### Analisis Agregat

Analisis ini didasarkan atas bentuk grafis dan hasil perhitungan model empiris dengan prosedur *event study*. Analisis dilakukan atas dasar pergerakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) guna melihat pengaruh kumulatif atas peristiwa penurunan dividen. Setelah itu, analisis tersebut dikombinasikan dengan analisis hasil model empiris untuk memberikan penguatan.

Gambar 2 menunjukkan reaksi penurunan dividen kas (pada 20 sampel emiten dalam LQ-45 tahun 1996 - 1997) terjadi selama 21 hari. Reaksi tersebut terbagi menjadi 2 periode waktu, yaitu lag dan lead selama 10 hari. Reaksi pada lag selama 10 hari menunjukkan adanya kebocoran



Gambar 2. Grafik Average Abnormal Return and Cumulative Average Abnormal Return

informasi (*leakage*) di pasar. Oleh karena itu, pasar mulai bereaksi jauh hari sebelum  $t_0$  (tanggal pengumuman). Keadaan tersebut juga dapat ditafsirkan sebagai adanya penyebaran informasi dengan tidak simetris (*asymmetric information*) (Emery and Finnerty 1997). Sebagian pelaku pasar telah

mengetahui akan adanya penurunan dividen. Mereka segera melakukan antisipasi dengan bereaksi negatif mulai pada  $t_{-9}$ . Sedangkan pelaku pasar yang lain baru bereaksi setelah adanya pengumuman resmi di pasar ( $t_0$ ). Pola reaksi semacam inilah yang mengakibatkan reaksi atas penurunan

Tabel 1. Hasil Perhitungan Agregat 20 sampel dalam LQ-45

Aggregation	AR <sub>Nt</sub>	SAR <sub>Nt</sub>	CAR <sub>Nn</sub>	SCAR <sub>Nn</sub>
T				
-10	-0.00028	1,305.35083	-0.00028	1,305.35083
-9	-0.00063	-1,746.43837	-0.00091	-441.08754
-8	-0.00311	-964.06134	-0.00402	-1,405.14887
-7	-0.00542	-1,638.54679	-0.00945	-3,043.69566
-6	0.00012	-2,788.70838	-0.00932	-5,832.40404
-5	0.00550	-4,269.43743	-0.00382	-10,101.84047
-4	-0.00597	1,031.96447	-0.00979	-9,069.87700
-3	0.00081	-926.42506	-0.00899	-9,996.30106
-2	-0.00415	1,462.06401	-0.01314	-8,534.23805
-1	0.000333	2,010.02604	-0.01281	-6,524.21201
0	0.00271	5,511.90871	-0.01010	-1,012.30330
1	0.00275	3,484.73581	-0.00734	2,47243251
2	-0.00220	-2,579.89337	-0.00955	-107.46087
3	0.00135	3,691.98427	-0.00820	3,584.52341
4	0.00422	623.65396	-0.00398	4,208.17736
5	-0.0034	-204.11587	-0.00432	4,004.06149
6	-0.00134	3,131.34296	-0.00455	7,135.40445
7	-0.00815	1,793.08420	-0.01381	8,928.48865
8	0.00033	239.31216	-0.01414	9,167.80081
9	0.01089	1,559.98268	-0.00325	10,727.78349
10	0.00319	-4,205.04654	-0.00005	6,522.73695

dividen di BEJ berlangsung lama ( $t_{-10}$  sampai dengan  $t_{+10}$ ).

Berdasarkan hasil perhitungan pada table 1, reaksi investor sangat signifikan sepanjang periode *event*. Angka taraf signifikansi yang mencapai ribuan sementara angka CAR yang relatif kecil menunjukkan adanya indikasi reaksi berlebihan (*overreaction*) para investor terhadap informasi perusahaan (*firm-specific information*) berupa penurunan dividen. Reaksi berlebihan ini terjadi karena setiap informasi yang beredar di BEJ ditafsirkan sebagai sinyal tertentu mengenai kondisi perusahaan oleh para investor. Seluruh informasi tersebut dianggap sebagai informasi penting yang dapat mereka gunakan sebagai kesempatan memperoleh profit. Pemicu reaksi semacam ini dapat disebabkan oleh tiga hal, yaitu:

- Kondisi perekonomian secara umum tidak stabil sehingga pasar selalu bereaksi untuk mengamankan investasinya di bursa.
- Investor pada umumnya memiliki *holding period* yang pendek, sehingga setiap informasi dianggap sebagai kesempatan untuk memperoleh *capital gain*.

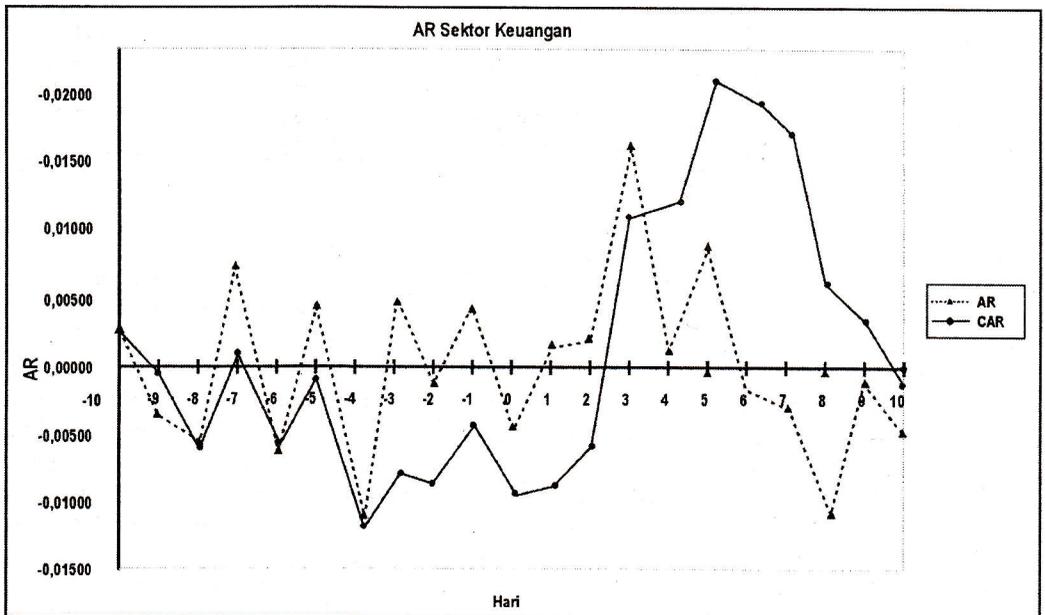
- Kondisi BEJ belum efisien sehingga setiap informasi ditafsirkan sebagai kesempatan memperoleh profit.

### Analisis Sektoral

Analisis ini dilakukan dengan menggabungkan masing-masing saham berdasarkan sektor industri yang sesuai. Selanjutnya, prosedur *event study* dilakukan untuk memperoleh pola CAR dan detail perhitungan gerakan CAR. Dalam penelitian ini, tiga sektor industri akan diambil dari LQ-45 untuk mempermudah penggambaran dari pokok bahasan. Tiga sektor industri tersebut adalah : sektor keuangan, sektor perdagangan, jasa, dan investasi, serta sektor barang konsumsi.

#### Sektor Keuangan

Sektor keuangan terdiri dari saham-saham Bank Danamon (BDMN), Bank Dagang Nasional Indonesia (BDNI), Bank Internasional Indonesia (BNI), Lippo Bank (LPBN), Lippo Securities (LPPS) dan Sinar Mas Multi Artha (SMMA).



Gambar 3. Grafik AR dan CAR Sektor Keuangan

Berdasarkan gambar 3, sektor keuangan mulai bereaksi terhadap event penurunan dividen pada  $t_{-4}$ . Pada saat itu, grafik *Cumulative Abnormal Return* (CAR) menurun dengan sangat tajam dibandingkan dengan hari-hari sebelumnya. Berdasarkan perhitungan pada tabel 2 pergerakan ini mencapai taraf signifikansi  $-21.853.95525$ .

Setelah  $t_{+2}$  CAR bergerak menuju *abnormal* positif dengan tajam. Reaksi menuju abnormal return positif tersebut berlangsung selama 6 hari ( $t_{+3}$  sampai dengan  $t_{+9}$ ). Gerakan CAR ini menunjukkan adanya *mean-reversion* pada sektor keuangan. Pada  $t_{+10}$  pasar telah kembali pada abnormal return yang mendekati nol atau mencapai

**Tabel 2. Hasil Perhitungan AR dan CAR Sektor Keuangan**

Aggregation T	AR <sub>Nt</sub>	SAR <sub>Nt</sub>	CAR <sub>Nt</sub>	SCAR <sub>Nt</sub>
-10	0.00263	173.55892	0.00263	173.55892
-9	-0.00335	-5,114.42283	-0.00072	-4,940.86392
-8	-0.00572	-1,287.31053	-0.00644	-6,228.17444
-7	0.00718	-468.53543	0.00074	-6,696.70987
-6	-0.00615	-6,922.17528	-0.00541	-13,618.88515
-5	0.00446	-8,487.33663	-0.00095	-22,106.22178
-4	-0.01128	252.26653	-0.01224	-21,853.95525
-3	0.00481	-911.41738	-0.00743	-22,765.37263
-2	-0.00113	2,90274449	-0.00856	-19,862.62814
-1	0.00449	3,654.62664	-0.00407	-16,208.00150
0	-0.00487	1,984.77699	-0.00894	-14,223.22452
1	0.00115	3,069.41928	-0.00779	-11,153.80523
2	0.00219	-3,042.58634	-0.00560	-14,196.39158
3	0.01697	8,896.06380	0.01137	-5,300.32777
4	0.00125	3,309.31554	0.01262	-1,991.01223
5	0.00820	5,031.21727	0.02081	3,040.20504
6	-0.00147	4,289.75591	0.01935	7,329.96095
7	-0.00251	2,361.74587	0.01684	9,691.70682
8	-0.01059	-948.5152	0.00625	8,743.19631
9	-0.00283	-5,159.22198	0.00343	3,583.97433
10	-0.00458	-5,620.44198	-0.00116	-2,036.57765

Gerakan yang dimulai pada  $t_{-4}$  sampai dengan  $t_{-1}$  menunjukkan pasar telah melakukan antisipasi terhadap informasi mengenai penurunan dividen. Reaksi pada  $t_{-4}$  tersebut menunjukkan adanya kebocoran informasi penurunan dividen ke pasar, sehingga sebagian pemain pasar telah melakukan antisipasi sebelum tanggal pengumuman ( $t_0$ ). Selain itu, pola penyebaran informasi seperti tersebut di atas bersifat asimetris karena informasi menyebar ke sebagian pelaku pasar terlebih dahulu. Secara teoritis seharusnya informasi menyebar ke seluruh pelaku pasar secara bersamaan.

titik equilibrium kembali.

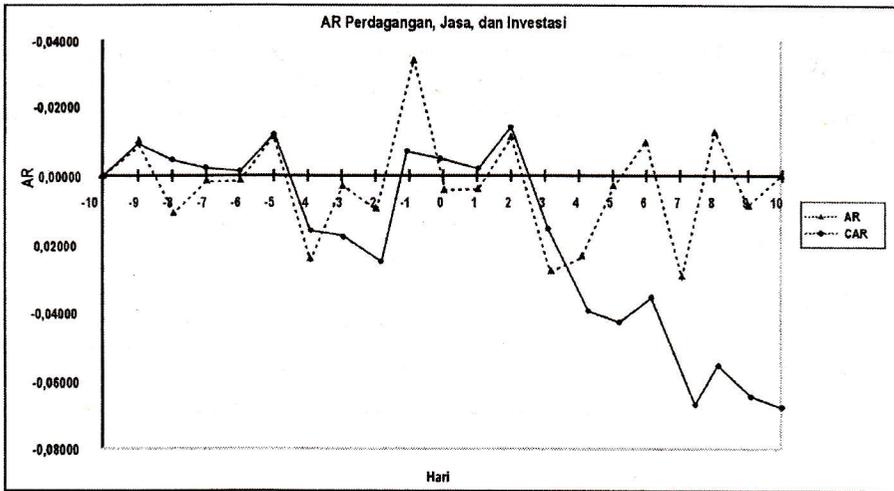
Berdasarkan tabel 2, *abnormal return* yang diperoleh para investor, baik itu positif maupun negatif, signifikan di seluruh *event window*. Signifikansi pada sektor keuangan ini mencapai angka ribuan. Kondisi tersebut mengindikasikan adanya reaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi-informasi yang tersebar di pasar. *Overreaction* dan *mean-reversion* merupakan indikasi pasar tidak efisien.

Berdasarkan analisis grafik di atas pergerakan CAR pada gambar 4 dan analisis perhitungan pada tabel 2 reaksi pasar pada sektor keuangan atas penurunan dividen

berlangsung dari  $t_{-1}$  sampai dengan  $t_{+2}$ . Kedua dasar analisis tersebut menunjukkan pergerakan CAR berada pada sisi negatif dan signifikan selama periode tersebut.

**Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi**

Sektor perdagangan, Jasa dan Investasi terdiri dari saham-saham Bakrie & Brothers



Gambar 4. Grafik AR dan CAR Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi

**Tabel 3. Hasil Perhitungan AR dan CAR Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi**

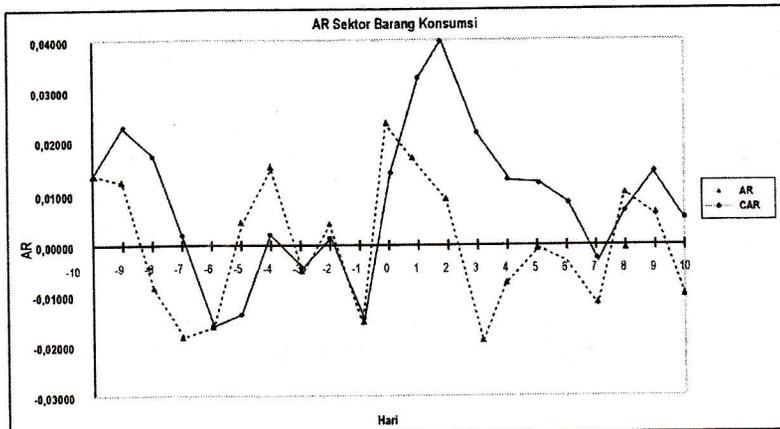
Aggregation	AR <sub>Nt</sub>	SAR <sub>Nt</sub>	CAR <sub>Nn</sub>	SCAR <sub>Nn</sub>
T				
-10	-0.00067	355.08693	-0.00067	355.08693
-9	0.01051	2,046.37741	0.00983	2,401.46434
-8	-0.00812	-453.22473	0.00170	1,948.23961
-7	-0.00051	-857.78968	0.00119	1,090.44993
-6	-0.00081	-393.84047	0.00038	696.60946
-5	0.01021	790.71850	0.01059	1,487,32797
-4	-0.02482	249.13064	-0.01423	1,736.45861
-3	-0.00273	-130.80541	-0.01696	1,605.65320
-2	-0.00753	896.81190	-0.02449	2,502.46510
-1	0.03098	2,913.79572	0.00649	5,416.26082
0	-0.00096	2,166.31370	0.00553	7,582.57452
1	-0.00287	2,370.61514	0.00267	9,953.18966
2	0.00882	370.77510	0.01149	10,323.96476
3	-0.02740	-2,309.59241	-0.01592	8,014.67235
4	-0.02434	67.63405	-0.04026	8,082.00640
5	-0.00211	-2,169.38868	-0.04237	5,912.61772
6	0.00469	-2.18208	-0.03768	5,910.43564
7	-0.03069	-862.41291	-0.06836	5,048.02273
8	0.04073	-186.20507	-0.05764	4,861.81765
9	-0.00714	-1,737.30498	-0.06478	3,124.51267
10	-0.00218	-1,463.81989	-0.06696	1,660.69278

(BNBR), Matahari Putra Prima (MPPA) dan Mulia Industrindo (MLIA).

Gambar 4 menunjukkan CAR tetap berada di sisi positif pada  $t_{-1}$  sampai dengan  $t_{+2}$ . Kondisi tersebut menunjukkan pasar belum memberikan reaksi atas *event* yang diumumkan pada  $t_0$ . Reaksi pasar tertunda sampai dengan  $t_{+2}$ , hal ini menunjukkan dengan penurunan tajam CAR yang dimulai

(INDF), H.M. Sampoerna (HMSP) dan Kalbe Farma (KLBF).

Gambar 5 memberikan pola CAR yang perlu ditafsirkan dengan hati-hati. Pola tersebut memang seolah-olah menggambarkan sektor barang konsumsi bereaksi positif atas peristiwa penurunan dividen. Namun apabila dicermati lebih lanjut, reaksi atas penurunan dividen pasca pengumuman



Gambar 5. Grafik AR dan CAR Sektor Barang Konsumsi

pada  $t_{+3}$ , saat grafik CAR menurun tajam dengan taraf signifikansi 10.323,96476. Penurunan tersebut berlangsung terus sampai dengan  $t_{+10}$ . Sampai pada akhir periode pengamatan  $t_{+10}$ , reaksi atas penurunan dividen kas final masih belum menunjukkan adanya *rebound*.

Taraf signifikansi selama *event window*, seperti pada sektor-sektor sebelumnya, mencapai angka ribuan. Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi nampaknya juga mengindikasikan adanya gejala reaksi berlebihan (*overreaction*). Reaksi pasar pada sektor ini menunjukkan gejala *overreaction* dan penundaan reaksi atas *event*. Kedua hal ini menunjukkan kondisi pasar masih belum efisien.

### Sektor Barang Konsumsi

Sektor barang konsumsi terdiri dari saham-saham Indofood Sukses Makmur

sebenarnya berlangsung setelah  $t_{+2}$ , saat CAR mulai bergerak turun sampai dengan  $t_{+7}$ . Setelah tanggal pengumuman, CAR bergerak naik dengan tajam mulai dari  $t_{+1}$  sampai dengan  $t_{+2}$ . Gerakan menuju *abnormal return* positif tersebut kemudian berangsur-angsur melakukan penyesuaian setelah ada pengumuman resmi penurunan dividen di pasar. Reaksi penyesuaian tersebut terlihat pada gerakan CAR yang berangsur-angsur turun mulai dari  $t_{+2}$  sampai mendekati absis nol pada  $t_{+7}$ . Pola gerakan tersebut dapat terjadi karena:

- Penyebaran informasi tertunda di pasar sehingga pasar mulai bereaksi atas penurunan dividen setelah  $t_{+2}$ .
- Informasi yang sampai ke pasar bersifat tidak pasti sehingga pasar bereaksi dengan pola yang tidak jelas.
- Informasi yang disebarakan hanya sampai pada pihak-pihak tertentu terlebih dahulu sementara pihak yang lain

menerimanya relatif terlambat. Kondisi ini menggambarkan adanya *asymmetric information* pada sektor barang konsumsi.

## 1. Pemodelan

Ada dua kategori model yang berhasil dibangun dalam penelitian ini. Kategori

**Tabel 4. Hasil Perhitungan AR dan CAR Sektor Barang Konsumsi**

Aggregation T	AR <sub>Nt</sub>	SAR <sub>Nt</sub>	CAR <sub>Nn</sub>	SCAR <sub>Nn</sub>
-10	0.01261	18.33573	0.01261	18.33573
-9	0.01036	18.55282	0.02297	36.88855
-8	-0.00619	0.64426	0.01678	37.53281
-7	-0.01767	-3.79042	-0.00089	33.74238
-6	-0.01485	-9.33161	-0.01574	24.41077
-5	0.00272	6.39778	-0.01303	30.80856
-4	0.01466	22.35491	0.00164	53.16346
-3	-0.00462	-2.95311	-0.00298	52.21036
-2	0.00456	-4.56407	0.00158	45.64629
-1	-0.01382	-17.05392	-0.01214	28.59237
0	0.02568	10.11954	0.01354	38.71191
1	0.01751	11.90915	0.03105	50.62107
2	0.00922	0.27825	0.04028	50.89932
3	-0.01904	-15.32138	0.02122	35.57793
4	-0.00866	14.63994	0.01256	20.93800
5	-0.00097	-10.12883	0.01160	10.80917
6	-0.00325	11.68790	0.00835	22.49707
7	-0.01102	-1.72649	-0.00267	2077058
8	0.00893	3.41735	0.00627	24.18793
9	0.00575	12.73485	0.01201	36.92277
10	-0.00862	-12.92427	0.00340	23.99851

Angka taraf signifikansi yang ditampilkan pada tabel 4, menunjukkan reaksi pasar pada sektor ini relatif dalam batas normal. Tidak ada indikasi *overreaction*. Analisis grafis bisa saja menunjukkan adanya indikasi *overreaction* karena pola reaksi pada sektor ini tidak sesuai dengan *negative signaling*. Namun hal tersebut tidak didukung dengan fakta pada detil perhitungan di tabel 4 yang tidak mengindikasikan adanya *overreaction* di pasar pada sektor barang konsumsi tersebut.

## Kesimpulan

Kesimpulan analisis yang dapat diambil dari studi ini, yaitu:

pertama adalah model yang sesuai dengan *Single Index Market Model* (SIMM) dan kategori kedua adalah model yang tidak sesuai dengan SIMM. *Kategori pertama* adalah model-model dengan IHSG sebagai satu-satunya *regressor* yang signifikan sedangkan *kategori kedua* adalah model-model yang mengandung unsur lag-IHSG sebagai salah satu atau satu-satunya *regressor* yang signifikan.

Kedua kategori model yang berhasil dibangun memberikan gambaran mengenai kondisi efisiensi pasar di BEJ. Model pertama menggambarkan kondisi efisiensi lemah-setengah kuat karena telah mengandung informasi publik yang dicerminkan dalam return IHSG. Di lain pihak, model-model dala kategori kedua menunjukkan masih ada informasi publik lain yang harus

dimasukkan dalam model pengukuran normal return.

Efisiensi bentuk lemah tidak sepenuhnya sesuai dengan kondisi BEJ karena adanya variabel lag-IHSG (*autoregressive*) yang signifikansi dalam model kelompok kedua. Konsekuensi dari kenyataan tersebut adalah analisis teknikal dengan mempergunakan data-data historis masih relevan sehingga BEJ tidak berada dalam efisiensi bentuk lemah. Dalam efisiensi bentuk lemah, analisis teknikal dengan mempergunakan data-data historis merupakan hal yang tidak relevan karena harga saham telah mencerminkan hal tersebut. Kondisi pasar di BEJ berdasarkan hasil pemodelan adalah bentuk setengah kuat yang tidak efisien (*semistrong inefficient*).

Model SIMM yang selama ini banyak digunakan sebagai model untuk mengukur *normal return* termasuk di pasar Indonesia (BEJ) perlu diterapkan dengan lebih berhati-hati, karena hasil pemodelan menunjukkan sejumlah saham memiliki model matematis lebih sesuai dengan *Multifactor Market Model* (MMM) daripada *Single Index Market Model* (SIMM).

## 2. Abnormal Return

Hasil detil perhitungan matematis baik secara agregat maupun sektoral menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan di sepanjang periode *event*.

## 3. Analisis Pola CAR

Reaksi atas peristiwa penurunan dividen pada 20 sampel penelitian berlangsung dalam periode yang cukup panjang. *Lag* dan *lead* selama 10 hari menunjukkan reaksi berlangsung lama dan ada indikasi penyebaran informasi bersifat asimetris. Penyebaran informasi yang bersifat asimetris itu tampak pada pola reaksi yang dicerminkan dalam CAR. Pasar mulai bereaksi pada  $t_9$  dan *rebound* pada  $t_{+10}$  menunjukkan ada sebagian pelaku pasar yang telah mengetahui informasi penurunan dividen sebelum hari pengumuman (*announcement date*).

Pola pergerakan CAR seperti itu juga mengindikasikan adanya kebocoran informasi (*information leakage*) ke pasar. Reaksi pelaku pasar yang diukur melalui 20 sampel emiten dalam LQ-45 menunjukkan adanya *overreaction*. Hal ini dibuktikan dengan angka signifikansi (SCAR) yang mencapai ribuan sementara CAR bergerak sangat kecil.

Waktu reaksi yang relatif panjang dan adanya *overreaction* semakin memperkuat hasil pemodelan matematis mengenai inefisiensi BEJ. Dalam pasar efisien, reaksi berlangsung cepat dan mulai bergerak setelah informasi disebarkan secara resmi di pasar. Reaksi pelaku pasar-pun berlangsung wajar karena informasi publik telah tercermin pada harga saham.

Analisis pola CAR pada beberapa sektor dalam sampel menunjukkan adanya pola-pola sektoral. Dalam analisis ini tampak bahwa setiap sektor memiliki pola-pola pergerakan CAR yang khas. Tidak satu pun dari sektor-sektor tersebut yang kurang lebih mirip dengan pola agregat. Hal ini berarti pola-pola tersebut bergabung menjadi resultan pola CAR agregat tanpa ada pola yang mendominasi. Dengan demikian 20 sampel yang dipilih telah terdiversifikasi dengan baik.

Hasil analisis pola sektoral menunjukkan sinyal-sinyal krisis ekonomi yang terjadi mulai tahun 1997 sudah mulai tampak. Hal tersebut dapat dilihat dari pola CAR ketiga sektor tersebut yang terus menurun sampai dengan akhir periode *event*.

## Saran

Hasil penelitian ini secara umum menunjukkan pemodelan untuk mengukur *normal return* harus dilakukan dengan lebih berhati-hati. Alasannya adalah beberapa saham memiliki karakteristik yang berbeda dengan teori *Single Index Market Model* (SIMM) yang kerap digunakan dalam jurnal-jurnal ilmiah luar negeri. Selain itu, kondisi efisiensi pasar di Indonesia yang digambarkan dalam artikel ini memang

mengharuskan penerapan suatu model dengan hati-hati. Di samping itu, data-data keuangan lebih baik diproses melalui prosedur *time-series* terlebih dahulu sebelum dimasukkan dalam proses pemodelan. Hal tersebut akan meningkatkan kemampuan prediksi model yang dihasilkan untuk mengukur *normal return*. Kekuatan model tampak pada hasil pengukuran *standard error* yang sangat kecil baik *standard error* yang umum maupun *standard error of the forecast*.

### Keterbatasan

Penelitian ini tidak lepas dari berbagai kelemahan, diantaranya adalah periode analisis yang relatif pendek. Hal tersebut telah berusaha diatasi dengan memperkecil periode studi menjadi periode harian. Kelemahan lain yang dapat dikemukakan di sini adalah analisis yang dilakukan adalah analisis berdasarkan penggabungan saham dengan prosedur *event study*, bukan membentuk saham-saham tersebut dalam portfolio. Bentuk portfolio akan memungkinkan analisis yang lebih tajam dan mengurangi hasil pemodelan karena efek diversifikasi dapat meminimalisasi *unsystematic risk*. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya akan lebih baik apabila melakukan analisis berdasarkan portfolio jika data-data yang tersedia memungkinkannya. Selain itu, penelitian ini dilakukan dalam satu rentang waktu yang sama. Ada baiknya untuk penelitian lebih lanjut dilakukan dalam dua rentang waktu yang berbeda dan dengan *event window* yang lebih panjang dari 21 hari. Hal tersebut akan dapat memberikan gambaran yang lebih baik mengenai BEJ dan kesinambungan model.

### Daftar Pustaka

- Aczel, A.D.(1995). *Statistics:Concept and Applications*. USA: Richard D. Irwin, Inc.
- Affandi, U. & Utama, S. (1998). Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada Bursa Efek Jakarta. *Usahawan No. 03 THXXVII* Maret.
- Bodie, Z., Kane A. & Marcus, A.J. (1999). *Investments* (4<sup>th</sup> edition). Singapore: McGraw Hill Co.
- Brown, S.J & Warner, J.B. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics 8*. North-Holland Publishing Company.
- Brown, S.J & Warner, J.B. (1985). Using Daily Stock Returns:The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics 14*. North-Holland Publishing Company.
- Dermawan, R. (2001). The Effect of Audited and Non-Audited Financial Report on Stock Return: Event Study on JSE, *Unpublished Paper Submitted for Business Research Methods Course*, Master of Management Programme, Gadjah Mada University.
- Elton, E.J. & Gruber, M.J. (1996). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (5<sup>th</sup> edition). India: John Wiley & Sons (Asia).
- Emery, D.R. & Finnerty J.D. (1997). *Corporate Financial Management*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Gujarati, D.N. (1995). *Basic Econometrics* (3<sup>rd</sup> edition). Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Kritzman M.P. (1994). What Practicewriters Need to Know About Event Studies. *Financial Analysis Journal*//November-December.
- MacKinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. Vol XXXV, March.
- McWilliams, A. & Siegel, D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal Vol. 40, No.3*.
- Peterson, P.P. (1989). Event Studies:A Review of Issues and Methodology.

- Quarterly Journal of Business & Economics*. Vol. 28 iss.3., Summer.
- Ross, S.A., Westerfeld, R.W. & Jaffe, Jeffrey. (1999). *Corporate Finance* (5<sup>th</sup> edition). Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Schwert, G.W. & Smith, JR.,CW. (1992). *Empirical Research in Capital Markets*. Singapore: McGraw-Hill.
- Suryajaya, M.A. & Setiawan, F.A. (1998). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri. *Kelola Gajah Mada University Business Review*. No. 18/VII.
- Van Horne, J.C. (1992). *Finance Management and Policy*. (9<sup>th</sup> edition). Englewood Cliffs. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Woolridge, J.R. & Ghosh, C. An Analysis of Shareholder Reaction to Dividen Cuts and Omissions. *The Journal of Financial Research Vol. XI, No.4*, Winter 1988.