

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN DIVIDEN KAS
(Studi pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)**

Iman Rafiyal Putra

Muhammad Arfan

Email: arfan_was@yahoo.com

Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala

ABSTRACT

The purpose of this research is to obtain empirical evidence of how the average abnormal stock returns before and after the announcement of cash dividend, whether announcements of increasing cash dividend, constant cash dividend, and decreasing cash dividend on listed companies at the Indonesia Stock Exchange.

This research uses census method. The research population are 51 companies. Abnormal return is measured based on individual stock returns using market returns. Individual stock return is obtained from the daily closing price and market return is measured using the Composite Index of BEI.

The results show that: (1) the average abnormal stock return 10 days after the announcement of increasing cash dividends is not higher than the average abnormal stock return 10 days before the announcement of increasing cash dividend ($0.00460 < 0.00519$), (2) the average abnormal stock return 10 days after the announcement of constant cash dividends is not higher than the average abnormal stock return 10 days before the announcement of constant cash dividend ($0.00098 < 0.01617$), (3) the average abnormal stock return 10 days after the announcement of decreasing cash dividend is not lower than the average abnormal stock return 10 days before the announcement of decreasing cash dividend ($0.00151 > 0.00026$). The conclusion of this research is that the announcement of cash dividend does not give abnormal return to investors.

Keywords: Dividend announcement, abnormal return, increasing cash dividend, constant cash dividend, and decreasing cash dividend .

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Investasi pada saham memiliki karakteristik *high risk-high return*. Artinya, saham merupakan surat berharga yang memberikan peluang keuntungan tinggi namun juga berpotensi risiko tinggi. Oleh karena itu, kehati-hatian sangat dibutuhkan oleh seorang investor. Investor akan memberikan respon (bereaksi) terhadap berbagai informasi yang

diterimanya. Tentu informasi tersebut harus memiliki kandungan informasi yang dibutuhkan oleh investor dalam mengambil keputusan investasi. Reaksi yang diberikan tersebut bersifat positif ataupun negatif. Reaksi yang berlebihan terjadi ketika pengumuman yang tidak terduga (yang diharapkan atau tidak diharapkan) mempengaruhi harga (kenaikan atau penurunan) yang melebihi nilai yang aktual atau wajar. Salah satu yang mempengaruhi tingkat harga saham adalah dengan adanya *corporate action*. *Corporate action* merupakan aktivitas *emiten* yang berpengaruh terhadap harga saham di pasar. Salah satu pengumuman *corporate action* adalah pengumuman dividen kas. Apabila pengumuman dividen kas dianggap memiliki kandungan informasi yang dibutuhkan oleh investor, maka dengan adanya pengumuman dividen kas akan mengakibatkan reaksi pasar yang tercermin dari *abnormal return*. Apabila pasar bereaksi positif, maka menunjukkan bahwa pengumuman dividen kas merupakan informasi yang berguna bagi investor yang terlihat dari nilai *abnormal return* yang signifikan. Namun, apabila pasar bereaksi negatif, maka menunjukkan bahwa pengumuman dividen kas merupakan informasi yang tidak berguna bagi investor (tidak informatif) yang terlihat dari nilai *abnormal return* yang tidak signifikan.

Terdapat dua macam teori yang masih menjadi pertentangan mengenai kebijakan dividen. Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Houston (2006:71) mengemukakan tentang *the-bird-in-the-hand theory* di mana para investor lebih menyukai pembayaran dividen yang bersifat pasti dibandingkan dengan *capital gain* yang sifatnya tidak pasti. Lebih lanjut mereka menyatakan bahwa secara tidak langsung investor menilai keuntungan dari dividen yang diharapkan lebih tinggi dari pada keuntungan dari *capital gain*, karena komponen imbal hasil dividen memiliki risiko yang rendah dibandingkan dengan komponen imbal hasil dari *capital gain*. Hal serupa juga dinyatakan oleh Sunariyah (2006:48) bahwa dividen merupakan salah satu daya tarik bagi pemegang saham dengan orientasi jangka panjang.

Modigliani dan Miller dalam Brigham dan Houston (2006:70) tidak setuju dengan *the-bird-in-the-hand theory*. Mereka menyatakan bahwa nilai *emiten* hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba yang diproduksi oleh aktiva-aktivananya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen. Teori ini menekankan bahwa investor menilai dividen dari kandungan informasi yang terdapat dalam pengumuman dividen tersebut. Teori ini lebih dikenal dengan istilah *dividend irrelevance theory* atau *MM theory*.

Kesimpulan dari kedua teori yang telah dijelaskan sebelumnya adalah Gordon dan Lintner dengan *the-bird-in-the-hand theory* menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen yang bersifat pasti dan memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan *capital gain*, sedangkan *MM theory* menyatakan sebaliknya, investor tidak menilai *emiten* dari dividen yang dibayarkan namun mereka terfokus pada kandungan informasi yang terdapat dalam pengumuman dividen tersebut.

Menurut Halim (2005:92) terdapat beberapa alasan mengapa *emiten* melakukan pembayaran dividen meningkat, tetap ataupun menurun. *Emiten* melakukan pembayaran dividen meningkat/tinggi dikarenakan pihak manajemen ingin menunjukkan bahwa kondisi perusahaan dalam keadaan baik atau dengan kata lain, *emiten* mempunyai prospek tingkat keuntungan yang baik. Alasan lainnya adalah karena perusahaan sedang mengalami tingkat laba yang tinggi. Sebaliknya, *emiten* yang menurunkan pembayaran dividen atau membayar lebih rendah dari biasa dianggap mempunyai prospek tingkat keuntungan yang kurang baik atau laba yang diperoleh *emiten* dalam keadaan sangat berfluktuasi. *Emiten* membayarkan dividen setiap tahun relatif stabil atau tetap dikarenakan pembayaran dividen stabil atau tetap

dapat memberikan kesan kepada investor bahwa *emiten* mempunyai prospek yang baik di masa depan.

Lebih lanjut Halim (2005:93) menyatakan bahwa *emiten* tidak ingin melakukan penurunan pembayaran dividen, dikarenakan tampaknya dividen dapat membuat para pemegang saham menafsirkan bahwa kenaikan/penurunan pembayaran dividen merupakan cermin membaik atau memburuknya prospek *emiten*. Harga saham akan naik/turun jika terjadi kenaikan atau penurunan pembayaran dividen yang tidak diharapkan.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya maka masalah penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas meningkat pada periode setelah pengumuman dividen kas lebih tinggi dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas.
2. Apakah rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas tetap pada periode setelah pengumuman dividen kas lebih tinggi dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas.
3. Apakah rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas menurun pada periode setelah pengumuman dividen kas lebih rendah dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas.

Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menjelaskan pengaruh pengumuman dividen kas terhadap reaksi investor dengan menggunakan *abnormal return* pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi studi yang berhubungan dengan reaksi pasar terhadap. Di samping itu, penelitian ini juga diharapkan bermanfaat bagi *emiten* dalam menentukan jumlah dividen yang dibayarkan dan bagi investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi pada *emiten* di Bursa Efek Indonesia.

2. KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA TEORETIS, DAN HIPOTESIS

1) Kajian Pustaka

Dividen

Dividen merupakan distribusi laba kepada pemegang saham dalam bentuk aktiva atau saham perusahaan penerbit (Dyckman, Dukes dan Davis, 2001:439). Definisi serupa juga dinyatakan oleh Darmadji dan Fakhrudin (2001:217) bahwa dividen adalah pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham, atas persetujuan RUPS. Sunariyah (2006:48) mendefinisikan dividen sebagai pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan.

Pemegang saham biasanya diberikan hak atas laba *emiten* yang akan dibayarkan secara periodik. Manajemen *emiten* mempersiapkan laporan keuangan dan mengumumkannya untuk mempertanggungjawabkan kepada para pemegang saham atau dewan komisaris. Dalam pengumuman tersebut, salah satu yang dilakukan adalah mengumumkan jumlah laba yang diperoleh *emiten* yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Pembagian laba tersebut dapat berupa dividen. Dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham terdiri atas beberapa jenis, manajemen *emiten* harus menentukan jenis dividen yang mana yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham.

Dycman, Dukes dan Davis (2001:441) menyatakan bahwa dividen tunai atau dividen kas merupakan bentuk umum dari distribusi kepada pemegang saham. Sebelum dividen kas dapat dibayarkan kepada pemegang saham biasa, setiap preferensi dividen preferen harus dibayarkan kepada pemegang saham preferen. Dividen kas ini dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai, bukan dalam bentuk saham maupun bentuk lainnya.

Simamora (2003:103) menyatakan bahwa dividen kas adalah pembagian laba oleh perusahaan kepada para pemegang saham, jumlah yang diterima oleh pemegang saham sebanding dengan jumlah saham yang dimilikinya. Skousen, Stice dan Stice (2001:761) memberikan definisi yang sejalan dengan kedua definisi di atas yaitu dividen kas adalah pembayaran sejumlah dana kepada para pemegang saham sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya.

Kebijakan dividen optimal adalah kebijakan yang menetapkan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang dengan memaksimalkan harga saham *emiten*. Sehubungan dengan kebijakan dividen terdapat berbagai pendapat atau teori, yaitu (Brigham dan Houston, 2006:70-72):

1) *Dividend Irrelevance Theory*

Dividend irrelevance theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap nilai perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (1995) dalam Brigham dan Houston (2006:71) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR), tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis.

2) *The-Bird-In-The-Hand Theory*

Teori ini menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik apabila *dividend payout ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima *earning* dibagikan dalam bentuk dividen dari pada *capital gains*.

3) *Tax Preference Theory*

Tax preference theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenakan pajak dengan tarif efektif yang dapat mencapai angka maksimal 38,6 persen. Oleh karena itu, investor lebih menyukai perusahaan menahan pembagian dividen dan menanamkan kembali labanya ke dalam bisnis.

4) *Tax Differential Theory*

Litzenberger dan Ramaswamy (1993) dalam Brigham dan Houston (2006:71) menyatakan bahwa apabila dividen dikenai pajak dengan jumlah yang lebih tinggi dari pada

pajak atas *capital gains*, pemodal menginginkan agar dividen tersebut dibagikan dalam jumlah kecil dengan maksud untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Berdasarkan konsep teori tersebut, *emiten* dapat melakukan hal-hal berikut: pertama, apabila manajemen percaya bahwa *dividend irrelevance theory* dari MM adalah benar, maka *emiten* tidak perlu mempedulikan berapa besar dividen yang harus dibagi. Kedua, apabila *emiten* menganut *the-bird-in-the-hand theory* maka *emiten* harus membagi seluruh EAT (*earning after tax*) dalam bentuk dividen. Ketiga, jika manajemen mempercayai *tax preference theory* maka *emiten* harus menahan seluruh EAT atau dengan kata lain DPR=0%. Keempat, jika *emiten* menganut *tax differential theory* maka *emiten* membagikan dividen dalam jumlah kecil dengan maksud untuk memaksimalkan nilai *emiten*.

Menurut Dyckman, Dukes dan Davis (2001:439-440) sebelum membayarkan dividen, dividen harus diumumkan oleh dewan direksi perseroan. Terdapat tanggal-tanggal yang penting untuk dividen, yaitu:

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal pada saat dividen secara resmi diumumkan oleh dewan direksi.
2. Tanggal pencatatan (*holder of record date*) adalah tanggal yang menunjukkan kapan buku transfer ditutup untuk menentukan investor mana yang akan menerima pembayaran selanjutnya.
3. Tanggal ex-dividen (*ex-dividend date*) adalah tanggal setelah pencatatan, di mana pada tanggal itu saham diperdagangkan tanpa hak untuk menerima dividen yang diumumkan.
4. Tanggal pembayaran dividen (*payment date*) adalah tanggal pada saat perusahaan mengirimkan cek dividen pada tiap investor.

Pembayaran dividen merupakan alat komunikasi kepada pasar mengenai kesehatan ekonomi suatu *emiten*. Brigham dan Houston (2006:76) menyatakan bahwa adanya peningkatan dividen seringkali disertai dengan peningkatan harga saham, sedangkan pemotongan dividen biasanya akan mengarah pada penurunan harga saham.

Saham

Saham mempresentasikan ekuitas atau kepemilikan posisi di perusahaan. Saham merupakan surat berharga yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) atau yang biasa disebut *emiten*. Apabila para pemodal membeli saham, berarti mereka membeli prospek perusahaan. Memiliki saham berarti memiliki perusahaan (Husnan, 2005:35). Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau PT (Darmadji dan Fakhruddin, 2001:5).

Return Saham

Return saham merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi. *Actual return* berupa *return* realisasi (*realized return*) yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*) yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di suatu masa yang akan datang (Jogiyanto, 2007:109). Pada dasarnya tujuan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan (*return*) atas apa yang telah diinvestasikan tersebut, baik yang berasal dari *capital gain* maupun dari dividen yang diberikan oleh *emiten*.

Abnormal Return

Jogiyanto (2007:433) menyatakan bahwa “pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal dalam waktu yang lama. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal”. (Fama, 2005) menyebutkan bahwa “*abnormal return* dihasilkan dari kondisi pasar yang tidak efisien, model yang buruk atas ekuilibrium pasar atau masalah-masalah dalam cara model tersebut diimplementasikan”.

Jogiyanto (2007:433-434) lebih lanjut menyatakan bahwa “*return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan investor) dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan normal di mana tidak terjadi suatu peristiwa”. Dengan demikian ketika ada peristiwa tertentu maka akan didapatkan *return* tidak normal yang merupakan selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* yang diharapkan.

Kandungan Informasi Dividen

Brigham dan Houston (2006:76) juga menyatakan bahwa “pembayaran dividen yang stabil dapat diinterpretasikan sebagai suatu sinyal bahwa *emiten* tersebut berada dalam kondisi yang sehat”. Peningkatan dan penurunan pembayaran dividen sering ditafsirkan sebagai keyakinan pihak manajemen akan prospek *emiten* di masa yang akan datang. Apabila *emiten* meningkatkan pembayaran dividen, hal ini diartikan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya kinerja *emiten* di masa yang akan datang dan demikian sebaliknya. Oleh karena itu pihak manajemen akan berusaha untuk tidak mengurangi pembayaran dividen jika hal tersebut dianggap sebagai sinyal memburuknya kondisi *emiten* di masa yang akan datang, sehingga akan berakibat turunnya harga saham *emiten*.

Brigham dan Houston (2006:76) lebih lanjut menyatakan bahwa “harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata-mata karena adanya *information content* dalam pengumuman dividen”. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat dikatakan bahwa interpretasi pasar mengenai kandungan informasi (*information content*) dividen adalah sangat penting karena berkaitan dengan seluruh sasaran pemaksimalan nilai per lembar saham *emiten*. Dalam mencapai hal tersebut, manajemen tidak akan memberikan sinyal yang keliru yang dapat merugikan *emiten*.

2) Kerangka Teoretis: Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Return Saham

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2007:410). Misalnya pengumuman dividen yang mengandung informasi, maka pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima. Reaksi ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga pada saham yang bersangkutan. Pengukurannya dilakukan dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila pengumuman tersebut mengandung informasi maka akan terjadi perubahan yang berarti sesudah tanggal pengumuman pada *return* atau *abnormal return*. Sebaliknya, jika pengumuman tersebut tidak mengandung informasi maka tidak akan terjadi perubahan yang berarti sesudah tanggal pengumuman pada *return* atau *abnormal return*.

Brigham dan Houston (2006:76) menyatakan bahwa “investor secara agregat, lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Para investor lebih menyukai dividen dibandingkan

capital gain karena dividen dapat diramalkan dan bersifat pasti, sedangkan *capital gain* tidak dapat diramalkan dengan kata lain bersifat tidak pasti”. Lebih lanjut Brigham dan Houston (2006:76) berpendapat bahwa “kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diharapkan adalah suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan laba masa depan yang baik”.

Tindakan kebijakan dividen yang diambil sebenarnya menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi, atau pensinyalan (*information signaling content*) yang penting di dalam pengumuman dividen. Di samping itu, Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Houston (2006:71) mengemukakan *the-bird-in-the-hand theory* yang menyatakan bahwa para investor lebih menyukai pembayaran dividen dibandingkan *capital gain*, karena para investor kurang yakin akan penerimaan *capital gain* dibandingkan dengan penerimaan pembayaran dividen. Apabila *the-bird-in-the-hand theory* ini adalah benar, investor akan lebih menyukai saham *emiten* yang melakukan pembayaran dividen daripada saham *emiten* yang menginvestasikan kembali labanya sebagai laba ditahan.

Namun, Modigliani dan Miller (1961) dalam Brigham dan Houston (2006:71) tidak setuju dengan pendapat Gordon dan Lintner. Mereka berpendapat bahwa kebanyakan investor akan berencana untuk menginvestasikan dividen mereka kembali ke dalam saham *emiten* yang sama atau yang serupa, dan tingkat risiko dari arus kas perusahaan jangka panjang bagi para investor akan ditentukan oleh tingkat risiko dari arus kas operasi, bukan dari kebijakan pembayaran dividen. Lebih lanjut mereka berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, di mana investor merasa sama saja apakah menerima pembayaran dividen sekarang atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Modigliani dan Miller menyimpulkan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen bukan berarti bahwa investor lebih menyukai dividen daripada laba ditahan, melainkan disebabkan adanya kandungan informasi yang berguna bagi para investor dalam pengumuman dividen.

Banyak penelitian yang telah dilakukan mengenai reaksi pasar modal berdasarkan pengumuman dividen. Di antaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980). Penelitian mereka memberikan kesimpulan bahwa dividen mengandung informasi yang dibutuhkan oleh investor dan pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen yang terlihat bahwa pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat. Penelitian lainnya dilakukan oleh Sularso (2003) yang menyimpulkan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif pada kelompok *emiten* yang melakukan pembayaran dividen meningkat.

Reaksi investor di pasar modal dapat dilihat melalui harga saham dengan menggunakan indikator *return* atau *abnormal return* saham. Dengan mengasumsikan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang penting bagi investor, maka akibat adanya pengumuman dividen kas, *return* atau *abnormal return* saham akan mengalami perubahan yang berarti ke arah positif yang menunjukkan bahwa investor bereaksi terhadap pengumuman dividen kas tersebut.

3) Hipotesis

H₁: Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas meningkat pada periode setelah pengumuman dividen kas *lebih tinggi* dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas.

- H₂: Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas tetap pada periode setelah pengumuman dividen kas *lebih tinggi* dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas.
- H₃: Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas menurun pada periode setelah pengumuman dividen kas *lebih rendah* dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas.

3. METODE PENELITIAN

Populasi

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *emiten* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia menurut *Indonesian Capital Market Directory* yang memenuhi ketentuan (1) *emiten* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008 (2) melakukan pembayaran dividen kas (3) melakukan pengumuman pembayaran dividen kas (4) *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas bersamaan dengan pengumuman *corporate action* lainnya seperti pengumuman laba, *stock split*, *right issue*, dividen saham, saham bonus, *merger* dan akuisisi dikeluarkan dari populasi penelitian agar tidak terjadi *confounding effect*.

Proses penentuan populasi dapat dilihat pada Tabel 1.

Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder dengan teknik pengumpulannya adalah studi dokumenter yaitu metode pengumpulan data yang dilakukan dengan cara mencatat data dari laporan-laporan, catatan dan arsip-arsip yang ada di berbagai sumber.

Event study terhadap kegiatan perdagangan saham dilakukan pada *emiten* yang melakukan pengumuman dividen pada tahun 2008 dengan periode pengamatan 20 hari, yaitu 10 hari sebelum ($t=-10$), dan 10 hari setelah ($t=+10$) tanggal pengumuman dividen. Alasan penggunaan periode pengamatan tersebut adalah karena periode *cum dividen* terjadi lebih kurang 10 hari setelah tanggal pengumuman dividen, sehingga menyebabkan investor akan mengambil keputusan membeli ataupun menjual saham dalam rentang waktu 10 hari tersebut, sehingga periode sebelum dan setelah pengumuman, reaksi pasar akan terlihat kuat serta periode tersebut dipilih untuk melihat perbedaan rata-rata *abnormal return* dari *emiten* sebelum dan setelah tanggal pengumuman dividen.

Operasionalisasi Variabel

Variabel dalam penelitian ini yaitu dividen, *abnormal return*, dan rata-rata *abnormal return*. Operasionalisasi variabel ditampilkan pada Tabel 2.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis uji beda berpasangan. Sebelum dilakukan uji beda, terlebih dahulu dilakukan perhitungan rata-rata *abnormal return* saham pada periode sebelum pengumuman dividen kas (10 hari sebelum

tanggal pengumuman) dan pada periode setelah pengumuman dividen kas (10 hari setelah pengumuman).

Sebelum perhitungan *abnormal return* setiap saham, dihitung terlebih dahulu *return* sahamnya selama periode pengamatan, selanjutnya menghitung *return* ekspektasi dari saham *emiten* yang termasuk dalam populasi. Selanjutnya menghitung *return* indeks pasar untuk keseluruhan harga saham *emiten* selama periode pengamatan, kemudian dilanjutkan dengan menghitung *abnormal return* harian tiap-tiap saham *emiten* yang termasuk dalam populasi pada periode pengamatan. Selanjutnya menghitung rata-rata *abnormal return* saham untuk keseluruhan saham *emiten*. Langkah terakhir dilakukan perbandingan rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas sebelum periode pengumuman dividen kas dengan rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas setelah periode pengumuman dividen kas.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Data penelitian ini diolah dengan menggunakan program *Microsoft Excel*. Adapun data yang dibutuhkan untuk diolah adalah harga saham harian dari *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas pada tahun 2008 (pengumuman dividen kas meningkat, tetap, dan pengumuman dividen kas menurun), dan tanggal pengumuman dividen kas sebagai dasar menentukan hari-hari (periode) pengamatan.

Data yang dikumpulkan adalah data harian. Untuk *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas, data harian dikumpulkan selama 20 hari pengamatan, dan dibagi ke dalam dua kurun waktu pengamatan, yaitu 10 hari pada periode sebelum pengumuman dividen kas, dan 10 hari pada periode setelah pengumuman dividen kas.

Analisis dilakukan sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. Pengamatan dilakukan terhadap *abnormal return* dari *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas (51 *emiten*). Untuk *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas meningkat terdiri dari 31 *emiten*. *Emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas tetap terdiri dari 6 *emiten* dan untuk *emiten* yang melakukan pengumuman dividen kas menurun terdiri dari 14 *emiten*.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan perhitungan *actual return* untuk setiap saham populasi. Setelah *actual return* untuk setiap saham populasi diketahui, selanjutnya dihitung *abnormal return* untuk setiap saham populasi, yaitu selisih dari *actual return* setiap saham populasi dengan *return* indeks pasar setiap saham populasi. Langkah selanjutnya adalah menghitung rata-rata *abnormal return* untuk semua saham populasi (31 saham populasi yang melakukan pengumuman dividen kas meningkat, 6 saham populasi yang melakukan pengumuman dividen kas tetap, dan 14 saham populasi yang melakukan pengumuman dividen kas menurun) (lihat Tabel 3).

Penelitian ini bersifat sensus. Artinya hasil penelitian ini hanya disimpulkan untuk *emiten* yang diamati (diteliti), sehingga tidak dilakukan uji signifikan dalam melakukan uji beda. Kesimpulan diambil langsung dari nilai rata-rata *abnormal return*. Berdasarkan Tabel 3 diperoleh bahwa rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas meningkat pada periode sebelum pengumuman dividen kas adalah 0,00536 dan rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas meningkat pada periode

setelah pengumuman dividen kas adalah 0,00460. Dengan demikian hasil analisisnya adalah menerima H_{01} atau menolak H_{a1} . Dengan demikian, rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas meningkat pada periode setelah pengumuman dividen kas **tidak lebih tinggi** dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas. Hasil analisis hipotesis pertama tersebut menunjukkan bahwa dengan diumumkan dividen kas meningkat tidak menimbulkan reaksi pasar yang positif yang ditunjukkan dari nilai rata-rata *abnormal return* dari *emiten* pada periode setelah pengumuman **tidak lebih tinggi** dibandingkan dengan sebelum periode pengumuman.

Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas tetap pada periode sebelum pengumuman dividen kas adalah 0,01617 dan rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas tetap pada periode setelah pengumuman dividen kas adalah 0,00098. Dengan demikian hasil analisisnya adalah menerima H_{02} atau menolak H_{a2} . Dengan demikian, rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas tetap pada periode setelah pengumuman dividen kas **tidak lebih tinggi** dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas. Hasil analisis hipotesis kedua tersebut menunjukkan bahwa dengan diumumkan dividen kas tetap tidak menimbulkan reaksi pasar yang positif yang ditunjukkan dari nilai rata-rata *abnormal return* dari *emiten* pada periode setelah pengumuman **tidak lebih tinggi** dibandingkan dengan sebelum periode pengumuman.

Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas menurun pada periode sebelum pengumuman dividen kas adalah 0,00026 dan rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas menurun pada periode setelah pengumuman dividen kas adalah 0,00151. Dengan demikian hasil analisisnya adalah menerima H_{03} atau menolak H_{a3} . Dengan demikian, rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas menurun pada periode setelah pengumuman dividen kas **tidak lebih rendah** dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas. Berdasarkan hasil analisis hipotesis ketiga tersebut, diumumkan dividen kas menurun tidak menimbulkan reaksi pasar yang negatif yang ditunjukkan dari nilai rata-rata *abnormal return* saham pada periode setelah pengumuman **tidak lebih rendah** dibandingkan dengan sebelum periode pengumuman.

Pembahasan

Hasil pengujian terhadap hipotesis memberikan kesimpulan bahwa investor di Indonesia tidak mudah percaya dengan informasi pengumuman dividen. Para Investor lebih berhati-hati dalam menerima informasi mengenai pengumuman dividen. Berdasarkan hasil penelitian terlihat bahwa investor di Indonesia belum menggunakan informasi pengumuman dividen dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini mendukung *dividend irrelevant theory* yang dinyatakan oleh Modigliani dan Miller. Teori ini menekankan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap nilai perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Hal ini terlihat dari tidak adanya reaksi yang diberikan oleh investor terhadap informasi pengumuman dividen, baik pengumuman dividen kas meningkat, tetap, dan dividen kas menurun. Hasil ini menolak *the-bird-in-the-hand theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai *emiten* yang melakukan pembayaran dividen dibandingkan dengan *emiten* yang tidak melakukan pembayaran dividen. Hasil penelitian ini juga menyimpulkan

bahwa investor tidak suka menerima *earning* dibagikan dalam bentuk dividen, melainkan mereka lebih menyukai *capital gain*.

Pengujian terhadap hipotesis memberikan hasil yang sejalan dengan penelitian yang pernah dilakukan oleh Sularso (2003), Anis (2003) dan Apriani (2005). Hasil yang diperoleh menyimpulkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen meningkat, bahkan secara rata-rata pasar tidak bereaksi atas informasi pengumuman dividen.

5. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka ada beberapa hal yang perlu disimpulkan sebagai berikut:

- 1 Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas meningkat pada periode setelah pengumuman dividen kas tidak lebih tinggi dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang terlihat dari penurunan nilai rata-rata *abnormal return* setelah periode pengumuman dividen kas.
- 2 Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas tetap pada periode setelah pengumuman dividen kas tidak lebih tinggi dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak bereaksi positif terhadap pengumuman dividen tetap yang terlihat dari penurunan nilai rata-rata *abnormal return* setelah periode pengumuman dividen kas.
- 3 Rata-rata *abnormal return* dari *emiten* yang mengumumkan dividen kas menurun pada periode setelah pengumuman dividen kas tidak lebih rendah dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman dividen kas. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen menurun yang terlihat dari kenaikan nilai rata-rata *abnormal return* setelah periode pengumuman dividen kas.
- 4 Reaksi pasar yang terjadi akibat adanya pengumuman dividen kas, kemungkinan dapat disebabkan oleh adanya kebocoran informasi dari pihak internal *emiten*. Kemungkinan kedua adalah investor telah memprediksi kapan suatu perusahaan akan mengumumkan dividen karena pengumuman dividen tersebut bersifat rutin setiap tahunnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen meningkat dan tetap merupakan *bad news* bagi investor yang terlihat dari rata-rata *abnormal return* menurun setelah pengumuman dividen, sedangkan pengumuman dividen menurun merupakan *good news* bagi investor yang terlihat dari rata-rata *abnormal return* meningkat setelah pengumuman dividen.

Keterbatasan

Beberapa keterbatasan yang dikemukakan dalam penelitian ini :

1. Penelitian ini hanya menggunakan *market adjusted model* untuk menghitung nilai *abnormal return* sehingga tidak dapat diketahui perbandingan hasil dengan model lainnya.
2. Penelitian ini hanya menggunakan satu tahun pengamatan.

3. Penelitian ini hanya menggunakan metode *abnormal return* untuk melihat reaksi investor.

Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang telah dipaparkan sebelumnya, maka peneliti memberikan beberapa saran untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Untuk mencari rata-rata *abnormal return* dalam penelitian ini hanya menggunakan *market adjusted model*. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan ketiga model yang ada yaitu *mean adjusted market* dan *market model*.
2. Penelitian ini hanya menggunakan satu tahun pengamatan, yaitu tahun 2008. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperbanyak jumlah tahun pengamatan agar reaksi pasar lebih dapat terlihat.
3. Untuk melihat reaksi investor dapat dilakukan melalui dua metode, yaitu melalui *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham. Untuk penelitian selanjutnya, diharapkan dapat menggunakan kedua metode tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J and I. Swary. 1980. "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis." *Journal of Finance*. Vol. XXXV. No.1: 1-12.
- Anis, Indrianita. 2003. "Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Stock Return disekitar Tanggal Pengumuman: Pengujian Signaling Hypothesis Pada Bursa Efek Jakarta". *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Vol. 3, No. 1: 76-79.
- Brigham, Eugene dan Joel Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendi M. Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Dyckman, Dukes, dan Davis. 2001. *Akuntansi Intermediate*. Edisi ketiga. Jilid dua. Jakarta: Erlangga.
- Fama, E. F. 2005. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory Empirical Work". *Journal of Finance*.
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. Yogyakarta: AMP YKPN.
- Jogiyanto. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPF.
- Simamora, Henry. 2003. *Akuntansi Basis Pengambilan Keputusan Bisnis*. Edisi II. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Skousen, Stice, dan Stice. 2001. *Akuntansi Keuangan Menengah*. Jakarta: Dian Mas Cemerlang.
- Sularso, R. Andi. 2003. "Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham (*return*) Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol. 5. No. 1: 1-17.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPK.

Lampiran

Tabel 1
Penentuan Populasi Sasaran

Kriteria Populasi Sasaran	Jumlah Perusahaan Tahun 2008
<i>Emiten</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode pengamatan	401
<i>Emiten</i> yang tidak melakukan pembayaran dividen kas pada periode pengamatan	(308)
<i>Emiten</i> yang tidak yang melakukan pengumuman pembayaran dividen kas pada periode pengamatan	(42)
<i>Emiten</i> yang melakukan pengumuman dividen kas bersamaan dengan pengumuman <i>corporate action</i> lainnya	(0)
Jumlah <i>emiten</i>	51

Sumber : Data diolah (2010)

Tabel 2
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Definisi	Indikator	Skala
Dividen	Bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham biasa	Informasi dividen yang tercantum dalam hasil RUPS dan BEI statistik	Rasio
<i>Abnormal return</i>	Selisih antara tingkat keuntungan saham yang diharapkan dengan keuntungan saham yang sebenarnya	$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$	Rasio
Rata-rata <i>abnormal return</i>	Rata-rata abnormal return adalah hasil bagi jumlah keseluruhan abnormal return yang terjadi dengan jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa	$RRTN_t = \sum RTN_{i,t} / k$	Rasio

Tabel 3
Rata-rata *abnormal return* untuk semua saham populasi

Hari Ke	Rata-rata <i>abnormal return</i> dari emiten yang melakukan pengumuman dividen meningkat	Rata-rata <i>abnormal return</i> dari emiten yang melakukan pengumuman dividen tetap	Rata-rata <i>abnormal return</i> dari emiten yang melakukan pengumuman dividen menurun
-10	0.00300	0.07589	-0.00310
-9	-0.00453	0.08266	-0.01125
-8	0.00704	-0.00039	0.00181
-7	0.00659	0.02385	0.01182
-6	0.00958	-0.04488	-0.00262
-5	0.00978	0.03585	0.01991
-4	0.01200	0.00297	-0.00626
-3	-0.00066	-0.02236	-0.01456
-2	0.01870	0.03404	0.00488
-1	-0.00993	-0.02589	0.00198
1	-0.00340	0.00898	0.00080
2	-0.00359	0.00423	0.00256
3	0.04764	0.03773	0.01112
4	-0.01784	-0.03231	-0.00122
5	-0.00645	0.02530	0.00651
6	0.02064	-0.04267	0.00680
7	0.00286	0.01392	0.00513
8	-0.00761	-0.04502	0.01242
9	0.01223	0.11011	-0.00482
10	0.00151	-0.07048	-0.02419

Sumber : Bursa Efek Indonesia (diolah)