

PENGARUH PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI, PELUANG INVESTASI DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP ABNORMAL RETURN PADA SEKTOR MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Isnurhadi¹, Billy Ramadha² dan Marlina Widiyanti³

Abstract

This study aim to discuss the impact of dividend announcement to changes in stock prices on the manufacturing sector Indonesia Stock Exchange for 2011-2015 period. Event study used in the first section to examine abnormal retrun around cash dividend announcement date. Meanwhile panel regression used to examine the impact of cash dividend payment, investment opportunity and firm size to cummulative abnormal return. The data used was the financial report of manufacturing sector firm for 2011-2015 period that pay cash dividend 5 years consecuitvely. The result show that there was significant abnormal return after the announcement. Meanwhile on the second section the result show that partially cash dividend payment has significant impact to cummulative abnormal return. The implication of this study was there were found positive cummulative abnormal return around dividend announcement date which is caused significantly by dividend yield thus prove the bird in hand theory.

Keyword : Cash dividend announcement, abnormal return, dividend yield, firm size investment opportunity

I. PENDAHULUAN

Ketika berinvestasi pada saham suatu perusahaan investor dapat memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen atau *capital gain*. Pendapatan berupa *capital gain* akan diperoleh investor ketika menjual sahamnya saat harga saham tersebut lebih tinggi dari harga beli. *Capital gain* memiliki risiko karena harga saham terus berubah-ubah. Sementara itu pembagian dividen memiliki tingkat risiko yang lebih kecil dibandingkan *capital gain* karena investor pasti mendapatkan dividen apabila memegang saham tersebut hingga *ex-date* pembagian dividen. Investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil. Hal ini dikarenakan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan dan mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan modalnya ke dalam perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang penting dan harus dipertimbangkan secara matang oleh manajemen. Hal ini dikarenakan kebijakan dividen akan melibatkan kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya. Kebijakan dividen merupakan pembagian berapa proporsi laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan, 1998).

Pengumuman dividen dianggap sebagai salah satu bentuk informasi dalam pasar modal. Menurut Pandji dan Piji (2001) harga saham secara cepat bereaksi terhadap berita-berita baru yang tidak terduga, sehingga arah pergerakan harganya pun sulit diduga. Sepanjang suatu kejadian bisa diduga, kejadian itu sudah tercermin pada perubahan harga saham. Dengan kata lain pengumuman dividen akan mencerminkan

¹ Dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya | email: isnurhadi2020@gmail.com

² Alumni Magister Manajemen Universitas Sriwijaya

³ Dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya

perubahan pada harga saham tergantung pada informasi yang melekat pada pengumuman dividen.

Berbagai macam teori telah dikembangkan dan diuji melalui beberapa penelitian untuk mengetahui hubungan pengumuman dividen dan perubahan harga saham. Akan tetapi masih menjadi sebuah teka-teki apakah dividen mempunyai efek terhadap perubahan harga saham. Terdapat banyak teori yang membahas hubungan dividen dan perubahan harga saham diantaranya *bird in hand theory*, *information signalling theory*, *free cash flow hypothesis* dan *dividend clientele effect*.

Terdapat berbagai macam penelitian yang mengamati reaksi pasar terhadap pengumuman dividen tunai dengan menganalisis *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Ali dan Chowdury (2010), Margaretha dan Haydan (2011), Lazan (2013) dan Mentari dan Abundanti (2016) menemukan bahwa perubahan dividen tidak menghasilkan *abnormal return* atau bahkan tidak menghasilkan *abnormal return* sama sekali. Sementara itu, Yilmaz dan Selcuk (2010), Miletic (2011), Sheikhbahei (2011) dan Chiek dan Akpan (2015) menyatakan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen tunai naik dan bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen tunai turun.

Penelitian ini dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman dividen tunai dengan menganalisis *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman pada saham-saham sektor industri manufaktur yang tercatat di *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Selain itu akan dilakukan analisis untuk mengetahui pengaruh pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan terhadap *abnormal return*.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Teori Mengenai Pengumuman Dividen

2.1.1. *Bird in Hand Theory*

Bird in Hand Theory diperkenalkan oleh Myron Gordon dan John Litner (Bhattacharya, 1979). *Bird in Hand Theory* menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain* dikarenakan faktor ketidakpastian. Berinvestasi untuk memperoleh *capital gain* diliputi banyak ketidakpastian. Investor bisa saja memperoleh *capital gain* dengan melakukan riset perusahaan, pasar dan makroekonomi tetapi performa dari sebuah saham sangat bergantung kepada faktor yang berada di luar kendali investor. Oleh karena itu investor mengejar *capital gain* karena ada kemungkinan membuat investor menjadi kaya, tetapi kemungkinan investor tidak memperoleh *capital gain* atau bahkan memperoleh *capital gain* negatif masih ada.

2.1.2. *Information Signalling Hypothesis*

Fenomena mengenai adanya informasi pada dividen dimulai oleh Lintner (1956). Menurut Lintner, investor percaya bahwa perubahan dividen berkaitan dengan perubahan pendapatan perusahaan secara permanen, bukan hanya perubahan pendapatan sementara dan manajer mempunyai informasi lebih mengenai potensi pendapatan dan arus kas di masa yang akan datang. Manajer dianggap mempunyai lebih banyak informasi privat mengenai pendapatan di masa yang akan datang dan arus kas perusahaan, oleh karena itu pengumuman dividen merupakan salah satu cara untuk mengeluarkan informasi privat kepada pemegang saham melalui pasar. Manajer memberikan informasi mengenai peningkatan pendapatan perusahaan dengan mengumumkan pembayaran dividen naik. Dengan kata lain perubahan pembayaran dividen memberikan informasi yang penting tentang perubahan pendapatan perusahaan

secara permanen di masa yang akan datang, maka dari itu informasi ini akan langsung tercermin pada harga saham setelah pengumuman informasi.

2.1.3. Free Cashflow Hypothesis

Masalah agensi (*agency problem*) yang diajukan oleh Jensen (1986) dijadikan sebagai dasar untuk menjelaskan fenomena hipotesis arus kas bebas. Menurut Jensen manajer tidak berkeinginan untuk membayar dividen karena mereka ingin jumlah arus kas bebas yang dapat digunakan sebanyak mungkin. Jumlah arus kas bebas yang besar dapat digunakan oleh manajer untuk berinvestasi pada proyek yang mempunyai NPV negatif dan bisa dapat digunakan untuk kepentingan pribadi para manajer. Pembayaran dividen memainkan peran kunci untuk mengurangi jumlah arus kas bebas sehingga mengurangi biaya agensi (*agency cost*). Peningkatan pembayaran dividen menyampaikan informasi positif di mana biaya agensi akan berkurang dan kecil kemungkinan investasi dalam proyek yang mempunyai NPV negatif akan terjadi di masa yang akan datang. Jika manajer mengumumkan peningkatan pembayaran dividen, maka arus kas bebas akan menjadi lebih sedikit di masa yang akan datang. Dengan demikian, pengumuman kenaikan pembayaran dividen menyatakan secara implisit bahwa kinerja perusahaan akan menjadi lebih baik di masa yang akan datang. Sebagai hasilnya, dividen mempunyai kandungan informasi dimana perilaku manajer akan lebih selaras dengan keinginan pemegang saham dan manajer akan lebih cenderung untuk berinvestasi pada proyek yang mempunyai NPV positif.

2.1.4. Dividend Clientelle Effect

Hipotesis *Dividend clientele effect* menyatakan bahwa ada kelompok pemegang saham tertentu yang lebih memilih pendapatan perusahaan untuk dibayarkan dalam bentuk dividen, sementara kelompok lainnya lebih memilih agar pendapatan ditahan oleh perusahaan dikarenakan adanya perbedaan pajak antara *capital gain* dan *dividen yield*. Jika pajak *capital gain* lebih rendah maka tidak akan ada hubungan antara dividen dan harga saham. Hubungan pajak yang ideal dari *capital gain* diformulasikan sebagai *tax-clientele effect hypothesis* oleh Miller dan Modigliani (1961).

Hipotesis ini menyatakan bahwa beberapa perusahaan menarik minat pemegang saham karena kebijakan dividennya cocok dengan preferensi pajak calon investor. Jika pajak *capital gain* lebih rendah maka pemegang saham akan lebih menginginkan pendapatan untuk ditahan oleh perusahaan. Maka ketika pembayaran dividen meningkat pemegang saham akan menjual sahamnya untuk menghindari pajak *dividend yield* yang lebih tinggi dari pajak *capital gain*. Jika pajak *dividend yield* dan *capital gain* sama, pemegang saham tidak akan terpengaruh oleh kebijakan dividen perusahaan.

2.2. Pengumuman Dividen dan Abnormal Return

Fama (1970, dalam Fahmi, 2014) menyatakan suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Dengan kata lain pasar akan bereaksi untuk setiap informasi yang masuk.

Pengumuman dividen adalah peristiwa dimana perusahaan memberikan informasi kepada publik bahwa perusahaan akan membagikan dividen kepada pemegang saham. Seperti yang dijelaskan sebelumnya terdapat berbagai macam teori untuk menjelaskan kaitan antara pengumuman dividen dan reaksi pasar diantaranya *information-signalling hypothesis*, *free cash flow hypothesis* dan *dividend clientele effect*. Apabila dividen mengandung informasi dan dapat berpengaruh terhadap performa perusahaan, maka akan direspon dengan adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Beberapa penelitian yang dilakukan Anwar, Singh dan Jain (2016), Chiek dan Akpan (2015), Abbas (2015), Suwanna (2012), Miletic (2011), Sheikhbahei (2011) dan Yilmaz dan Selcuk (2010) menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen dengan timbulnya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen. Sementara itu penelitian yang dilakukan Ali dan Chowdury (2010), Lazan (2013), Margaretha dan Haydan (2013) dan Mentari dan Abudanti (2016) menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak memiliki kandungan informasi dan tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

2.3. Hubungan antara Jumlah Dividen Tunai yang Dibayarkan dan *Abnormal Return*

Berdasarkan peraturan perpajakan yang berlaku di Indonesia, pajak penghasilan yang diperoleh orang pribadi dari transaksi penjualan saham di bursa efek adalah 0,1%. Sementara itu tarif pajak yang dikenakan atas penghasilan berupa dividen yang dibagikan kepada wajib pajak pribadi dalam negeri adalah 10% dan untuk badan usaha tetap dikenakan pajak 15%. Berdasarkan *tax-clientele effect hypothesis* dan kondisi perpajakan yang berlaku di Indonesia dapat diperkirakan bahwa investor akan bereaksi negatif atas dividen karena pajak yang dikenakan pada dividen lebih besar daripada *capital gain*. Hal ini didukung oleh penelitian Kadioglu, Telceken dan Ocal (2015) yang menemukan hubungan negatif antara *dividend per share* dan *abnormal return* di *Borsa Istanbul* Turki.

Sementara itu menurut *free cash flow hypothesis* yang dikembangkan Jensen (1986) manajer tidak berkeinginan untuk membayar dividen karena mereka ingin jumlah arus kas bebas yang dapat digunakan sebanyak mungkin. Jumlah arus kas bebas yang besar dapat digunakan oleh manajer untuk berinvestasi pada proyek yang mempunyai NPV negatif dan dapat digunakan untuk kepentingan pribadi para manajer. Pembayaran dividen memainkan peran kunci untuk mengurangi jumlah arus kas bebas sehingga mengurangi biaya agensi (*agency cost*). Oleh karena itu dalam kaitannya dengan *free cash flow hypothesis* pengumuman pembayaran dividen tunai justru diperkirakan akan direaksi positif oleh investor.

Menurut *bird in hand theory* yang dikemukakan Gordon dan Lintner investor lebih menyukai dividen dikarenakan faktor ketidakpastian. Sekalipun *capital gain* memungkinkan investor memperoleh keuntungan yang lebih tinggi terlalu banyak faktor ketidakpastian yang berada di luar kendali investor yang dapat menyebabkan investor tidak memperoleh *capital gain* bahkan memperoleh *capital gain* negatif. Hal ini diperkuat oleh penelitian Said (2012) dan Dasilas (2011) yang menyatakan dividen direpson positif oleh investor.

2.4. Hubungan Peluang Investasi Perusahaan dan *Abnormal Return*

Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik berasal dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan dan keputusan ini akan sangat mempengaruhi kinerja perusahaan. Sumber dana yang berasal dari internal perusahaan antara lain laba ditahan dan depresiasi, sementara yang berasal dari eksternal perusahaan antara lain dana yang berasal dari kreditur atau dari pemegang saham (Arieska dan Gunawan, 2011). Dalam hal ini laba dapat digunakan untuk pendanaan investasi perusahaan.

Sementara itu Sare dan Esumanba (2013) menyatakan bahwa laba dapat dibayarkan sebagai dividen dan sangat efektif dalam menghadapi permasalahan arus kas

bebas. Selanjutnya mereka menambahkan bahwa perusahaan dengan jumlah peluang investasi yang sedikit dapat membatasi manajemen untuk berinvestasi berlebihan pada proyek yang tidak menguntungkan dengan membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Sementara itu, pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dengan banyak peluang investasi diharapkan tidak membayarkan dividen dan digunakan untuk investasi kembali dan menghasilkan *capital gain*. Ketika perusahaan dengan peluang pertumbuhan baik membagikan dividen dalam jumlah yang besar akan membuat investor menjadi skeptis mengenai tujuan dan tindakan yang dilakukan manajemen.

Argumen ini didukung oleh penelitian Sare dan Esumanba (2013) yang menemukan hubungan negatif antara peluang investasi dan *abnormal return* pada perusahaan yang membagikan dividen tunai. Selain itu Gayatri dan Mustanda (2014) juga menemukan bahwa pembayaran dividen berturut-turut tidak selamanya menjadi sinyal positif bagi investor. Hal ini dikarenakan karena investor menganggap manajemen kurang peka terhadap peluang investasi yang lebih menguntungkan bagi perusahaan dan investor.

2.5. Hubungan Ukuran Perusahaan dan *Abnormal Return*

Kondisi asimetri informasi adalah suatu kondisi dimana manajer mempunyai informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham perusahaan (Yamaditya, 2014). Berdasarkan *information-signalling hypothesis* yang telah dijelaskan sebelumnya, dividen digunakan manajer untuk menyampaikan informasi privat kepada investor untuk mengurangi adanya asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Dengan demikian dalam kondisi asimetri informasi pengumuman dividen akan berpengaruh terhadap perubahan harga saham.

Sare dan Esumanba (2013) menyebutkan bahwa ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan kemungkinan perusahaan untuk bangkrut. Sementara itu Halov dan Haider (2007) menyatakan bahwa pada perusahaan kecil investor sedikit mengetahui risiko dari investasinya apabila dibandingkan pada perusahaan besar. Hal serupa juga dikemukakan Ratnasari dan Astuti (2014) yang mengemukakan bahwa saham dengan kapitalisasi besar menarik bagi investor karena risiko yang lebih kecil dan mampu menghasilkan kinerja yang baik sehingga terjamin keberlanjutannya.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Hal ini disebabkan karena perusahaan berukuran kecil mempunyai risiko yang lebih besar apabila dibandingkan dengan perusahaan besar. Apabila pengumuman dividen berkaitan dengan informasi mengenai kinerja perusahaan di masa yang akan datang hal ini akan menyebabkan investor bereaksi lebih besar pada pengumuman dividen perusahaan kecil sebagai bentuk antisipasi risiko yang besar pada perusahaan kecil. Hal ini didukung penelitian Dasilas dan leventis (2011) yang menemukan *small size effect* di mana perusahaan kecil memperoleh *abnormal return* lebih besar dibandingkan perusahaan besar.

3. DATA DAN METODE PENELITIAN

3.1. Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data sekunder dan metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi data perusahaan sektor industri manufaktur yang

membagikan dividen tunai pada tahun 2011 – 2015, tanggal publikasi pengumuman dividen tunai, *dividend per share*, data harga saham harian, data penjualan tahunan perusahaan dan data jumlah lembar saham yang beredar.

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membagikan dividen tunai selama periode 2011-2015. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang dibatasi dengan syarat sebagai berikut :

1. Dipilih perusahaan-perusahaan yang membayar dividen tunai secara rutin berturut-turut selama tahun 2011 – 2015.
2. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* seperti *right issue*, *stock split*, merger dan akuisisi selama periode uji.
3. Perusahaan tidak membagikan dividen interim selama tahun 2011-2015.

Dari kriteria yang telah disebutkan di atas maka terpilih beberapa perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini, seperti terlampir pada tabel di bawah ini :

Tabel 1. Daftar Perusahaan Sampel

No.	Kode Saham	Nama Emiten
1	AMFG	PT Asahimas Flat Glass Tbk
2	ARNA	PT Arwana Citramulia Tbk
3	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
4	EKAD	PT Ekadharma International Tbk
5	GGRM	PT Gudang Garam Tbk
6	GJTL	PT Gajah Tunggal Tbk
7	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
8	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
9	INTP	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
10	KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
11	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
12	ROTI	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk
13	SCCO	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk
14	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
15	TCID	PT Mandom Indonesia Tbk
16	TRST	PT Trias Sentosa Tbk
17	TSPC	PT Tempo Scan Pacific Tbk

3.2. Pengukuran Abnormal Return

Pengukuran *abnormal return* menggunakan metode studi peristiwa dengan periode pengamatan mulai dari 5 hari sebelum pengumuman dividen sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen.

Untuk menghitung *return* harian dari saham *i* pada hari *t* digunakan persamaan :

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Dimana R_{it} merupakan *return* harian saham *i* pada hari *t*, P_{it} merupakan harga penutupan saham *i* pada hari *t* dan P_{it-1} merupakan harga penutupan saham *i* pada hari *t-1*

Mengacu pada penelitian Kadioglu, Telceken dan Ocal (2015), *abnormal return* dihitung menggunakan pendekatan *market-adjusted return* dengan rumus :

$$AR_{it} = R_{it} - M_t$$

Dimana AR_{it} merupakan *abnormal return* saham i pada hari t , R_{it} merupakan *return* harian saham i pada hari t dan M_t merupakan *return* indeks pasar pada hari t . Pada akhirnya rata-rata *abnormal return* harian AAR dan akumulasi *abnormal return* harian CAR dihitung dengan menggunakan rumus :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$$CAR_i = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

3.3. Jumlah Dividen Tunai yang Dibayarkan

Jumlah dividen tunai yang dibayarkan diproksikan dengan *dividend yield* yaitu rasio jumlah dividen tunai per lembar yang dibayarkan dengan harga penutupan sahamnya sehari sebelum pengumuman dividen (Sare & Esumanba 2013 dan Nikolaos 2015). DY dapat dihitung dengan rumus :

$$DY = \frac{DPS}{P_{t-1}}$$

3.4. Peluang Investasi

Peluang investasi diproksikan sebagai pertumbuhan penjualan perusahaan (Sare dan Esumanba 2013). Pertumbuhan penjualan perusahaan diukur dengan :

$$\Delta PENJ = \frac{\text{Penjualan tahun buku dividen dibayarkan} - \text{penjualan tahun sebelumnya}}{\text{penjualan tahun sebelumnya}}$$

3.5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan diproksikan sebagai logaritma natural kapitalisasi pasar perusahaan satu hari sebelum pengumuman dividen tunai (Dasilas 2011 dan Nikolaos 2015). Kapitalisasi pasar dapat dihitung dengan :

$$Cap = \ln(\text{Shares} \times P_{t-1})$$

3.6. Teknik Analisis

3.6.1. Studi Peristiwa

Dalam pengujian hipotesis *event study* akan digunakan *one sample t-test*. *One sample t-test* adalah uji yang digunakan untuk melihat apakah terdapat perbedaan antara suatu distribusi data (sampel) dengan nilai tertentu. Hipotesis di uji dengan *one sample t-test* untuk mengetahui apakah nilai *Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) berbeda signifikan dari nilai nol, sehingga dapat diketahui apakah terjadi reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman dividen. Adapun dasar pengambilan keputusan (*p-value*) adalah: Jika $\text{sig} < 0,05$ maka H_0 ditolak jika $\text{sig} > 0,05$ maka H_0 diterima. (Margaretha dan Haydan 2012)

3.6.2. Regresi Data Panel

Di dalam kumpulan data yang ada disertakan data dari *Dividend Yield* (DY), *Pertumbuhan Penjualan* ($\Delta PENJ$), *Ukuran Perusahaan* (CAP) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Dalam penelitian ini tidak hanya digunakan studi peristiwa klasik, melainkan analisis regresi untuk menguji hubungan antara DPS, $\Delta PENJ$ dan CAP terhadap CAR. Model yang akan digunakan adalah sebagai berikut :

$$CAR_{i,T} = \alpha + \beta_1 DY_{i,T} + \beta_2 \Delta PENJ_{i,T} + \beta_3 CAP_{i,T} + e_i$$

dimana :

- α : konstanta
- $CAR_{i,T}$: akumulasi *abnormal return* saham *i* tahun *T*
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$: koefisien regresi
- $DY_{i,T}$: *Dividend Yield* saham *i* tahun *T*
- $\Delta PENJ_{i,T}$: Pertumbuhan penjualan perusahaan *i* tahun *T*
- $CAP_{i,T}$: Kapitalisasi pasar perusahaan *i* tahun *T*.
- e : *standard error*

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1. Statistik Deskriptif

4.1.1. Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return*

Tabel 2 Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR -5	77	-,0359	,0303	-,000284	,0135342
AAR -4	81	-,0398	,0357	,000677	,0164182
AAR -3	81	-,0428	,0461	,001776	,0176406
AAR -2	78	-,0222	,0360	,001344	,0127529
AAR -1	79	-,0309	,0424	,004185	,0148904
AAR 0	82	-,0382	,0427	-,001538	,0172026
AAR 1	80	-,0364	,0384	,001602	,0147356
AAR 2	82	-,0309	,0397	,000665	,0159589
AAR 3	80	-,0367	,0396	,000764	,0160991
AAR 4	82	-,0332	,0511	,003899	,0181614
AAR 5	83	-,0424	,0354	-,004062	,0167285

Dari statistik deskriptif di atas dapat terlihat bahwa nilai AAR minimum bernilai negatif di semua tanggal pengumuman, hal ini berarti di sekitar tanggal pengumuman dividen selalu terdapat *abnormal return* negatif. Sementara itu nilai AAR terkecil diperoleh sebesar -0,0428 yaitu tiga hari sebelum pengumuman dividen. Sementara itu nilai AAR terbesar diperoleh sebesar 0,0511 empat hari setelah tanggal pengumuman dividen. Secara rata-rata, hampir seluruh periode pengamatan menghasilkan AAR positif kecuali pada 5 hari sebelum pengumuman, saat pengumuman dan 5 hari setelah pengumuman.

4.1.2. Statistik Deskriptif *Cummulative Abnormal Return*

Tabel 3 Statistik Deskriptif *Cummulative Abnormal Return*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR (-5)	77	-,0359	,0303	-,000284	,0135342
CAR (-5, -4)	80	-,0618	,0668	,000435	,0255626
CAR (-5, -3)	81	-,0631	,0722	,002340	,0283981
CAR (-5, -2)	81	-,0831	,0790	,004422	,0327216

CAR (-5, -1)	80	-,0855	,0869	,007174	,0375412
CAR (-5, 0)	82	-,0990	,1248	,010394	,0431042
CAR (-5, 1)	77	-,0880	,1094	,007975	,0379937
CAR (-5, 2)	80	-,1104	,1407	,012676	,0477677
CAR (-5, 3)	80	-,1168	,1362	,013069	,0478911
CAR (-5, 4)	81	-,1125	,1375	,020236	,0524457
CAR (-5, 5)	80	-,1130	,1412	,013548	,0523785

Dari statistik deskriptif diatas dapat terlihat bahwa nilai minimum CAR bernilai negatif bahkan hingga hari ke-lima setelah pengumuman dividen, hal ini menunjukkan bahwa ada saham tertentu yang direpson negatif oleh investor hingga hari ke-lima setelah tanggal pengumuman dividen. Apabila dilihat dari rata-ratanya CAR secara umum mengalami peningkatan dari -0,000284 pada 5 hari sebelum pengumuman dividen menjadi 0,0135485 hari setelah pengumuman dividen. Selain itu jika dilihat dari nilai maksimumnya nilai CAR terbesar diperoleh pada hari ke-4 setelah pengumuman dividen sebesar 0,020236 dan mulai mengalami penurunan pada hari ke-lima setelah tanggal pengumuman dividen. Hal ini sesuai dengan data AAR yang sebelumnya menunjukkan nilai negatif di hari ke-lima setelah tanggal pengumuman dividen.

4.1.3. Statistik Deskriptif Analisis Regresi

Tabel 4 Statistik Deskriptif Analisis Regresi

	DY	PENJ	CAP	CAR
Mean	0.021066	0.155964	29.59199	0.009678
Median	0.018200	0.138200	29.77550	0.005300
Maximum	0.067800	0.530100	32.36220	0.262400
Minimum	0.002800	-0.037900	24.80610	-0.066900
Std. Dev.	0.013576	0.108308	2.138473	0.048769
Sum	1.790600	13.25690	2515.319	0.822600
Sum Sq. Dev.	0.015481	0.985366	384.1377	0.199784
Observations	85	85	85	85

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel pembayaran dividen tunai yang diprosikan dengan *dividend yield* mempunyai nilai terendah 0.002800; nilai tertinggi 0.067800 dan rata-rata 0.021066. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *dividend yield* yang dibagikan emiten sekitar 2,1%.

Sementara itu peluang investasi yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan memiliki nilai terkecil -0.037900; nilai terbesar 0.530100 dan nilai rata-rata 0.155964. Hal ini menunjukkan ada emiten yang mengalami penurunan penjualan sebesar 3.7% dan ada juga yang mengalami pertumbuhan sebesar 53%. Sementara itu dari data yang dikumpulkan rata-rata emiten mengalami pertumbuhan penjualan sebesar 15.596%. Nilai kapitalisasi pasar tidak menunjukkan nilai aslinya karena merupakan hasil logaritma natural dari nilai kapitalisasi pasar sebenarnya. Akan tetapi dari hasil tersebut dapat terlihat bahwa nilai terendah adalah 24.80610; tertinggi 32.362 dan rata-rata 29.59199.

Dari nilai *Cummulative Abnormal Return* (CAR) diperoleh nilai minimum -0.066900; maksimum 0.262400 dan rata-rata 0.009678. Hal ini sesuai dengan data

Cummulative Abnormal Return sebelumnya yang menunjukkan adanya reaksi positif atas pengumuman dividen.

4.2. Hasil Penelitian

4.2.1. Hasil Penelitian Studi Peristiwa

Pada tabel berikut akan disajikan hasil penelitian bagian pertama yaitu pengamatan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Pengamatan dilakukan dari $t=-5$ sampai dengan $t=+5$ di mana $t=0$ merupakan tanggal pengumuman. Pengamatan dilakukan dengan mengamati *Average Abnormal Return* dan *Cummulative Abnormal Return*.

Tabel 5 Hasil Uji *One Sample t-Test* AAR dan CAR

	AAR -5	AAR -4	AAR -3	AAR -2	AAR -1	AAR 0	AAR 1	AAR 2	AAR 3	AAR 4	AAR 5
Mean	-,000284	,000677	,001776	,001344	,004185	-,001538	,001602	,000665	,000764	,003899	-,004062
Sig. (2-tailed)	,855	,711	,367	,355	,015*	,421	,334	,707	,672	,055	,030*
	CAR (-5)	CAR (-5, -4)	CAR (-5, -3)	CAR (-5, -2)	CAR (-5, -1)	CAR (-5, 0)	CAR (-5, 1)	CAR (-5, 2)	CAR (-5, 3)	CAR (-5, 4)	CAR (-5, 5)
Mean	-,000284	,000435	,002340	,004422	,007174	,010394	,007975	,012676	,013069	,020236	,013548
Sig. (2-tailed)	,855	,879	,461	,227	,091	,032*	,069	,020*	,017*	,001*	,023*

Dari hasil pengujian *one sample t-test* untuk AAR terlihat bahwa nilai signifikansi dari hari (-5) hingga +5 hampir seluruhnya bernilai lebih besar dari 0,05 kecuali sehari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perubahan *Average Abnormal Return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Sementara itu apabila dilihat dari hasil pengujian *Cummulative Abnormal Return* barulah terlihat adanya nilai akumulasi *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Dalam periode pengamatan terlihat bahwa mulai dari 1 hari setelah pengumuman dividen terdapat akumulasi *abnormal return* yang signifikan hingga hari ke 5 setelah pengumuman dividen. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 dimulai dari CAR (-5,2) sampai dengan CAR(-5,5). Dengan demikian dapat disimpulkan hasil pengujian sesuai dengan hipotesis yang diajukan bahwa terdapat *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen.

4.2.2. Hasil Penelitian Analisis Regresi Panel

Analisis regresi panel digunakan untuk mengetahui lebih jauh faktor-faktor yang menyebabkan timbulnya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen. Faktor-faktor ini antara lain pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan. Dari hasil uji pemilihan model terbaik dengan uji Chow dan uji Hausman, diperoleh kesimpulan bahwa model terbaik yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah model *common effect*. Analisis dilakukan dengan bantuan program analisis statistika dan hasilnya disajikan dalam tabel berikut ini :

Tabel 6 Hasil Uji Regresi Panel *Common Effect*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DY	0.318179	0.117129	2.716480	0.0081
PENJ	-0.005598	0.116591	-0.048014	0.9618
CAP	-0.007701	0.053565	-0.143777	0.8860
C	0.202625	1.589613	0.127468	0.8989
R-squared	0.095775	Mean dependent var		-0.017248
Adjusted R-squared	0.062285	S.D. dependent var		1.059402
S.E. of regression	1.025879	Log likelihood		-120.7329
Sum squared resid	85.24662	F-statistic		2.859814
Durbin-Watson stat	2.322071	Prob(F-statistic)		0.041970

Berdasarkan hasil uji statistik tersebut maka variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap *cummulative abnormal return* adalah *dividend yield* (DY) dengan tingkat signifikansi $0,0081 < 0,05$. Sementara itu peluang investasi (PENJ) dan ukuran perusahaan (CAP) tidak berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return* masing-masing dengan tingkat signifikansi 0,9618 dan 0,8860 yang lebih besar dari 0,05. Dari hasil pengujian diperoleh signifikansi F sebesar 0.041970 dan lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return*.

4.3. Pembahasan

4.3.1. Pembahasan Studi Peristiwa

Menurut Tandelilin (2009), studi peristiwa dapat digunakan untuk menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Dengan kata lain apabila suatu pengumuman atau publikasi mempunyai kandungan informasi yang dapat berpengaruh terhadap performa perusahaan, maka akan direspon dengan adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara umum tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan per hari, tetapi setelah diakumulasikan dari awal periode pengamatan terdapat *abnormal return* yang signifikan mulai dari 2 hari setelah pengumuman dividen hingga hari ke 5 setelah pengumuman dividen. Hal ini menunjukkan adanya kandungan informasi dalam pengumuman dividen yang kemudian direspon pasar. Selain itu berkaitan dengan *bird in hand theory* hal ini menunjukkan investor menyukai dividen dan lebih memilih dividen untuk dibagikan. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Anwar, Singh dan Jain (2016), Chiek dan Akpan (2015), Abbas (2015), Suwanna (2012) dan Miletic (2011) yang menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen dengan timbulnya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

4.3.2. Pembahasan Analisis Regresi Panel

4.3.2.1. Pengaruh Jumlah Dividen Tunai yang Dibayarkan (DY) Terhadap *Cummulative Abnormal Return*

Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan dari *dividend yield* terhadap *cummulative abnormal return*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar dividen yang dibagikan maka semakin positif respon yang diberikan

investor. Hasil ini mendukung teori *bird in hand theory* dan *free cashflow hypothesis*, tetapi tidak mendukung teori *dividend-tax clientele effect*. Walaupun dividen dipajaki lebih tinggi dibandingkan *capital gain*, nyatanya investor masih menyukai dividen.

Hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang dilakukan Dasilas dan Leventis (2011), Said (2012), Bashir, Shah dan Hussein (2013) dan Nikolaos (2015) yang mengemukakan *dividen yield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return*. Sementara itu penelitian ini tidak sejalan dengan Sare dan Esumanba (2013) yang tidak menemukan hubungan signifikan antara *dividen yield* dan abnormal return.

4.3.2.2. Pengaruh Peluang Investasi (PENJ) terhadap *Cummulative Abnormal Return*

Hasil penelitian ini menunjukkan peluang investasi yang diprosikan sebagai perubahan penjualan (Sare dan Esumanba 2013) tidak berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return*. Dengan demikian dapat ditunjukkan bahwa keputusan investor dalam merespon positif pengumuman dividen tidak didasarkan pada besar kecilnya peluang investasi yang dimiliki perusahaan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Sare dan Esumanba (2013) yang dilakukan di Ghana Stock Exchange. Hal ini dapat disebabkan karena di negara tempat dilakukannya penelitian oleh Sare dan Esumanba yaitu Ghana, pengumuman dividen dilakukan bersamaan dengan pengumuman laporan keuangan (Egu, 2009). Dengan waktu pengumuman dividen yang bersamaan dengan laporan keuangan maka dapat terjadi hasil yang bias karena sulit untuk menentukan timbulnya *abnormal return* diakibatkan oleh laporan keuangan atau kebijakan dividen yang diambil perusahaan (Kadioglu, 2008).

4.3.2.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan (CAP) terhadap *Cummulative Abnormal Return*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *cummulative abnormal return*. Dalam era digital sekarang ini nampaknya investor dapat dengan mudah menemukan informasi yang berkaitan dengan perusahaan baik itu perusahaan kecil maupun perusahaan besar. Kemudahan dalam memperoleh informasi ini kemudian membuat dividen tidak lagi relevan dalam mengatasi permasalahan asimetri informasi antara manajer dan investor. Oleh karena itu tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap *cummulative abnormal return*.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Viera (2011) dan Dasilas (2011). Hal ini dapat disebabkan karena data yang digunakan oleh Vieira merupakan data tahun 1994-2002 untuk pasar Perancis dan Inggris sementara untuk pasar Portugal Vieira menggunakan data tahun 1988 hingga 2002 dimana pada tahun ini perkembangan teknologi informasi masih kurang berkembang apabila dibandingkan dengan saat tahun penelitian ini dilakukan sehingga pengumuman dividen masih menjadi medium yang baik bagi manajer dalam menyampaikan informasi kepada investor. Begitupun penelitian yang dilakukan Dasilas dan Leventis (2011) yang menggunakan data tahun 2000-2004. Sementara itu hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Bashir, Shah dan Hussain (2013), Sare dan Esumanba (2013) dan Nikolaos (2015) yang tidak menemukan hubungan signifikan antara ukuran perusahaan dan *Cummulative Abnormal Return*.

4.3.2.4. Pembahasan Hasil Uji Kesesuaian Model

a. Pembahasan Hasil Uji Simultan (F-hitung)

Hasil uji simultan menunjukkan bahwa jumlah dividen tunai yang dibayarkan, peluang investasi dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cummulative abnormal return* pada Sektor Manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

b. Pembahasan Hasil Uji Koefisien Determinasi (Adjusted R²)

Hasil uji koefisien determinasi menunjukkan nilai R² sebesar 0.062285, hal ini menunjukkan bahwa besarnya pengaruh jumlah dividen tunai yang dibayarkan, peluang investasi dan ukuran perusahaan mempengaruhi *cummulative abnormal return* adalah 6,23% sementara 93,77% sisanya disebabkan faktor lain selain yang diajukan dalam penelitian ini.

Terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi harga saham. Fahmi (2014:329) mengatakan faktor yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham antara lain kondisi mikro dan makro ekonomi, kebijakan perusahaan dalam ekspansi, pergantian direksi secara tiba-tiba, adanya direksi atau komisaris yang terlibat tindak pidana, kinerja perusahaan yang mengalami penurunan dan psikologis pasar.

5. Kesimpulan dan Saran

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan baik melalui metode studi peristiwa dan analisis regresi linier berganda dalam melihat pengaruh pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan terhadap *cummulative abnormal return* pada sektor manufaktur Bursa Efek Indonesia periode 2011 – 2015 dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- a) Secara umum tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan per hari, tetapi setelah diakumulasikan terdapat *abnormal return* yang signifikan mulai dari 2 hari setelah pengumuman dividen hingga hari ke 5 setelah pengumuman dividen.
- b) Pembayaran dividen tunai yang diprosikan dengan *dividend yield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cummulative abnormal return* sektor manufaktur Bursa Efek Indonesia periode 2011 – 2015.
- c) Peluang investasi yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return* sektor manufaktur Bursa Efek Indonesia periode 2011 – 2015. Hal ini dapat disebabkan karena pengumuman pembagian dividen dan laporan keuangan di Indonesia dilakukan dalam waktu yang berbeda sehingga investor sudah melakukan antisipasi terlebih dahulu.
- d) Ukuran perusahaan yang diprosikan dengan kapitalisasi pasar tidak berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return* sektor manufaktur Bursa Efek Indonesia periode 2011 – 2015. Hal ini dapat disebabkan karena dalam era digital ini terdapat kemudahan dalam mengakses berbagai informasi berkaitan dengan perusahaan sehingga pengumuman dividen sebagai medium penyampaian informasi dari manajer kepada investor menjadi kurang efektif.
- e) Secara simultan pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return* sektor manufaktur Bursa Efek Indonesia. Selain itu dari uji koefisien determinasi

diperoleh bahwa pengaruh pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan terhadap *cummulative abnormal return* sektor manufaktur Bursa Efek Indonesia periode 2011 - 2015 adalah sebesar 6,23% sementara 93,77% sisanya ditentukan oleh faktor lain di luar faktor yang diajukan dalam penelitian ini.

5.2. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan dalam penelitian ini dapat disampaikan beberapa saran sebagai berikut :

5.2.1. Bagi investor

- a) Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh investor diharapkan dapat memperoleh keuntungan lebih besar dalam berinvestasi dengan memperhatikan perubahan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman.
- b) Investor dapat mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat maupun tidak berpengaruh terhadap *cummulative abnormal return* seperti pembayaran dividen tunai, peluang investasi dan ukuran perusahaan dalam berinvestasi maupun jual beli saham khususnya di sekitar pengumuman dividen tunai.

5.2.2. Bagi Manajer Keuangan

Manajer keuangan dapat melihat bagaimana reaksi pasar atas pengumuman dividen tunai dan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi reaksi tersebut sehingga dapat mencari kebijakan dividen yang tepat. Hasil penelitian menunjukkan adanya reaksi positif dalam pengumuman dividen tunai sehingga manajer keuangan dapat mempertimbangkan untuk membagikan dividen khususnya perusahaan yang jarang atau bahkan tidak pernah membagikan dividen.

5.2.3. Bagi Peneliti Selanjutnya

- a) Untuk memperoleh pandangan yang lebih jelas mengenai reaksi pasar atas pengumuman dividen, peneliti selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan hingga *ex-date* dividen. Hal ini bertujuan untuk mengetahui apakah reaksi ini disebabkan oleh faktor-faktor fundamental atau hanya digunakan dalam mengambil keuntungan melalui *trading*.
- b) Menambah jumlah perusahaan dengan mengikut sertakan sektor-sektor lain yang ada di Bursa Efek Indonesia dan menamahi tahun pengamatan untuk memperoleh sebuah kesimpulan yang lebih menyeluruh yang dapat menggambarkan pasar modal Indonesia.
- c) Mengembangkan penelitian ini dengan menambahkan faktor-faktor lain di luar penelitian ini yang dapat mempengaruhi *cummulative abnormal return* saat pengumuman dividen tunai.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, G. (2015). Stock Prices Reaction to Dividend Announcements: A Study on Listed Companies in the Damascus Securities Exchange. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 5(1), 130-136.
- Ali, M.B. & Chowdury T.A (2010). Effect of Dividend on Stock Price in Emerging Stock Market : A Study on the Listed Private Commercial Banks in DSE. *International Journal of Economics and Finance* vol. 2, No. 4, November 2010.
- Angelina, Kadek Irrine Devita & Mustanda, I Ketut (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Profitabilitas Pada Struktur Modal Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No. 3, 2016: 1772-1800.

- Anwar , S. ; Singh, S. & Jain, P. K. (2016). Signalling Power of Cash Dividend Announcements and Risk : Evidence from India. *International Journal Management Practice*, Vol.9, No. 3, 2016.
- Arieska, Mehta & Gunawan, Barbara (2011). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.13 No.1 2011.
- Asiri, B.K. (2014). Dividend Announcement: IsIt a Good News to the Bahrain Bourse? *International Journal of Economics and Finance*, 6(12), 223-248.
- Bashir, Usman; Shah, Syeid Zufikar Ali & Hussain, Muntazi (2013). On the Differential Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from an Emerging Equity Market. *Financial Asset and Investing* no.3/2013.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand fallacy. *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1.
- Black, F.,&Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns.*Journal of Financial Economics*,1, 1-22.
- Chiek, A.N. & Akpan, M. N. U. (2015). Information Content of Dividend Announcement : Analysis of the Oil and Gas Sector in Nigeria Using Event Studies and Back Testing. *ISSN : 2411-9407 vol.1, No.2, pp: 12-23, 2015.*
- Dasilas, A. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics & Finance* Volume 20, Issue 2, April 2011, Pages 302–311.
- Demontis, M. D. B. (2013). *A study of the Dividend Signaling theory on the Scandinavian market*.MSc Dissertation Thesis, Business and Social Sciences, Aarhus University
- Egu, Francis Kwaku (2009). Dividend Payment and Share Price in Ghana. <http://www.ghanaweb.com/GhanaHomePage/NewsArchive/Dividend-Payment-and-Share-Prices-in-Ghana-158225>.
- Jensen MC, Meckling W (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *J. Financ. Econ.*,3: 305-360.
- Kadioglu, Eyup (2008). The Announcement Effect of Cash Dividend : Evidence from Turkish Capital Market. Disertasi University of Leeds 2008.
- Kadioglu, E., Telceken, N.,& Ocal N. (2015). Market Reaction to Dividend Announcement : Evidence from Turkish Stock Market . *International Business Research*; vol.8, No. 9; 2015.
- Lazan, R.Md. ; Abidin, R. A. Z. & Hassan, S. (2013). Share Prices Reaction to Dividend Announcement : A Study on the Listed Local Commercial Banks in Bursa Malaysia. *Proceedings of the Colloquium on Administrative Science and Technology*.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of Corporations Among dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 5, 97-113.
- Lukose, J.,& Rao, S. N. (2010). Dividend changes and profitability: An empirical study of Indian manufacturing firms. *The IUP Journal of Applied Finance*, 16(1), 5-26.
- Mamun,A., Hoque,N., &Mamun, A.M.A.(2013). Stock Price Reaction to Dividend Announcement: the Case of Bangladesh Capital Market. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(8), 89-98.
- Margaretha, F. & Haydan, R. (2011). Hubungan Pengumuman Dividen dengan Harga Saham Pada Industri Mining dan Mining Service di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011. *Jurnal Manajemen dan Bisnis* Vol.2 No.2 2012 : 94-107.
- Mentari, I.M.N. & Abundanti, N. (2016). Reaksi Pasar Terhadap Peristiwa Pengumuman *Cash Dividend* pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No.2, 2016: 1043-1073.
- Miletic, M. (2011). Stock Price Reaction to Dividend Announcement in Croatia. *Ekonomska Istrazivanja/Economic Research*, 24(3), 147-156.

- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 4, 411-433.
- Miller, M., & Scholes, M. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.
- Nikolaos, K. (2015). The market reaction to dividend change announcements: The Greek Case. Thesis International Hellenic University, 2015.
- Perepeczo, A. (2014). Shareholders' Preferences, Business Cycles and Market Reactions to Dividend Announcements In Public Companies --Empirical Evidence. *Transformation in Business & Economics*, 13(2B), 648-660.
- Said, H. B. (2012). On the Determinants of Dividends' Information Content. *Journal of Management and Sustainability*; Vol. 2, No. 2; 2012 ISSN 1925-4725 E-ISSN 1925-4733.
- Samwel, K. N., Simiyu, J., Galo, N., & Mbogo, J. (2014). The Effect of Dividend Announcement on Share Price Changes for Companies listed at Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(17), 243-254.
- Sare, Y.A. & Esumanba, S. V. (2013). Determinants of Abnormal Returns on the Ghana Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.4, No.11, 2013.
- Sharma, R. V. (2011). Stock Price Behaviour around Dividend Announcements: An Event Study Methodology. *The XIMB Journal of Management*, 8(2), 23-32.
- Sheikhbahaei, A., Osman, H. M., & Rahman, A. I. (2012). Information Content in Dividend Announcements. A Test of Market Efficiency in Malaysian Market. *International Business Research*, 5(12), 38-45.
- Suwanna T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 40, 72-725.
- Tandelilin, Eduardus. 2009. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Kanisius.
- Vieira, E.S. (2011). Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence. *Managerial Finance* Vol. 37 No. 12, 2011 pp. 1213-1245 Emerald Group Publishing Limited.
- Yamaditya, V. (2014). *Pengaruh Asimetri Informasi, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Praktik Manajemen Laba*. Skripsi, Universitas Diponegoro 2014.
- Yilmaz, A.A. & Selcuk, E.A. (2010). Information Content of Dividends : Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Business Research* Vol.3, No.3 ; July 2010 <http://kolom.kontan.co.id/news/611/emiten-wajib-bagi-dividen>