

**ANALISIS DAMPAK PENGUMUMAN DIVIDEN
TERHADAP REAKSI PASAR
(Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta periode Tahun 2008)**

Andi Mirdah dan Agus Solikhin

*Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jambi
Kampus Pinang Masak, Mendalo Darat, Jambi 36361*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi dari pengumuman dividen perusahaan dan efisiensi pasar setengah kuat di pasar modal Indonesia. Dengan menggunakan sampel semua perusahaan yang mengumumkan dividen periode 2008, secara umum peneliti menemukan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi bagi investor yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada periode jendela. Hasil ini menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia masih menggunakan informasi pengumuman dividen untuk melakukan keputusan investasi. Penelitian ini juga menguji dampak pengumuman dividen terhadap efisiensi pasar modal. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia belum termasuk pasar efisien setengah kuat, hal ini tercermin dari pasar yang bereaksi secara lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar membutuhkan waktu paling tidak sampai lima hari untuk menuju ke keadaan ekuilibrium yang baru) yang ditunjukkan pada masih adanya *abnormal return* sampai hari ke +5.

Kata kunci : dividen ; Abnormal return ; efisiensi pasar.

PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai alternatif untuk menghimpun dana masyarakat, bagi emiten memberikan banyak manfaat. Dalam kondisi risiko hutang dan *equity* yang tinggi maka akan sulit menarik pinjaman baru dari bank, oleh karena itu pasar modal menjadi alternatif lain. Keuntungan lain bagi perusahaan adalah tidak adanya keharusan bagi perusahaan untuk membayar angsuran sehingga tidak membebani perusahaan. Semakin maraknya permintaan dan penawaran surat-surat berharga di pasar modal menunjukkan semakin tingginya kepercayaan masyarakat terhadap pasar modal dalam memperoleh dana dan dalam memperoleh penghasilan bagi investor.

Salah satu jenis investasi yang paling familiar di pasar modal adalah investasi pada saham, disamping investasi pada surat berharga lainnya. Pada umumnya investor menanamkan investasinya pada saham dengan maksud untuk memperoleh dividen dan

capital gain. Walaupun tujuan investor adalah *capital gain*, namun informasi mengenai dividen merupakan salah satu unsur penting yang dapat mempengaruhi harga saham. Aharony dan Swary (1980) mengemukakan bahwa dua isyarat paling penting yang tersedia yaitu pengumuman dividen dan laporan keuangan. Kedua isyarat tersebut digunakan oleh perusahaan untuk menyampaikan informasi kepada publik.

Berdasarkan *dividend signaling theory*, informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen sangat berarti bagi investor sehingga dapat mempengaruhi *return* saham. Teori ini dikembangkan oleh Bhattacharya (1979). Miller dan Rock (1985) menyatakan bahwa ketika terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor, dividen memberikan informasi penting mengenai arus kas dan nilai perusahaan dimasa depan. Hal tersebut menyebabkan investor kemudian bereaksi terhadap sinyal dividen. Kenaikan dividen, *initiation*, dan *resumption* merupakan sinyal “good news”,

dan seharusnya diterima investor yang diperlihatkan dengan naiknya harga saham (Setiawan dan Hartono, 2003).

Beberapa penelitian yang telah dilakukan dalam menguji kandungan informasi dividen memberikan kesimpulan yang berbeda. Satu sisi ada yang membuktikan bahwa kandungan informasi dividen ternyata mengandung informasi yang bermanfaat bagi investor, hal ini berarti kandungan informasi dividen dapat mempengaruhi harga saham karena pengumuman dividen tersebut direaksi oleh pasar, hal ini dapat dilihat dalam penelitian yang dilakukan oleh Pettit (1972), Aharony dan Swary (1980), Asquith dan Mullins (1983), Healy dan Palepu (1985) dalam Sujoko dan Jogiyanto (2001), Eddy dan Siefert (1992), De Angelo dan Lawrence (1996), Choi dan Chen (1997) dalam Suparmono (2000), Brown, Choi, dan Kim (1998). Sisi yang lain ternyata ada yang berpendapat bahwa kandungan informasi dividen sama sekali tidak memberikan informasi atau nilai kandungan informasinya tidak relevan bagi investor (Setiawan dan Hartono, 2003).

Penelitian dalam pasar modal Indonesia, juga terdapat pertentangan. Bandi dan Hartono (2000), Suparmono (2000), Sujoko dan Jogiyanto (2001), serta Setiawan dan Hartono (2003) menyatakan bahwa pengumuman dividen memberikan sinyal positif, sedangkan Soetjipto (1995, dalam Sujoko dan Jogiyanto, 2001) menemukan bukti bahwa pengumuman dividen tidak memiliki kandungan informasi. Ratnawati (2002) juga menemukan bukti bahwa tidak cukup adanya kandungan informasi dalam pengumuman dividen.

Berdasarkan apa yang telah diungkapkan dalam latar belakang penelitian di atas, maka dalam penelitian dirumuskan sebagai berikut : “ Apakah informasi yang dipublikasikan khususnya pengumuman dividen akan tercermin pada harga-harga sahamnya”.

METODE PENELITIAN

Pada penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa

Efek Jakarta (BEJ) dan mengumumkan dividen saham periode pengamatan tahun 2008. Penarikan sampel dilakukan dengan menggunakan metoda *purposive sampling*, sampel ditarik berdasarkan kriteris tertentu.

Dari 165 perusahaan yang mengumumkan dividen, diambil 40 sampel yang memenuhi kriteria (lampiran 1). Kriteria yang dimaksud adalah :

1. Perusahaan yang mengumumkan dividen periode 2008
2. Tidak terdapat *counfounded effect* pada tanggal pengumuman dividen serta tidak diikuti oleh kejadian lain yang diperkirakan akan mempengaruhi return saham seperti *stock splits, right issue, merger* dsb.
3. Saham tersebut merupakan saham yang aktif diperdagangkan atau likuid

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi UGM Jogjakarta dan juga melalui *Web Site Indoexchange*. Data sekunder yang digunakan meliputi:

1. Data tanggal publikasi pengumuman dividen untuk periode tahun 2008, yang digunakan untuk mengetahui return saham sekitar tanggal publikasi.
2. Data harga saham harian dalam perioda penelitian, yaitu tahun 2008, digunakan untuk mengestimasi return saham tiap-tiap emiten.
3. Data IHSG tahun 2008 yang digunakan untuk mengestimasi return pasar.
4. Data tanggal publikasi laporan keuangan tahun 2008.

Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

Menurut Jogianto (1998), ada tiga model yang digunakan yang digunakan untuk mengestimasi *abnormal return* yaitu model rata-rata disesuaikan, model pasar, dan model pasar disesuaikan. Penelitian ini menggunakan model pasar disesuaikan (*market adjusted model*). *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat

tersebut. Mengacu model yang digunakan, maka untuk menguji hipotesis dilakukan tahapan sebagai berikut :

1. Menentukan periode peristiwa yang disebut periode pengamatan atau periode jendela (event window). Peneliti menggunakan periode jendela 11 hari, yang cukup untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman dividen.
2. Menghitung *Return* saham harian (*return* realisasi)
3. *Return* saham harian, merupakan *return* yang telah terjadi, yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko di masa depan (Jogiyanto, 1998). *Return* harian sekuritas *i*, indikatornya adalah harga saham harian sekuritas *i* pada waktu ke *t* dikurangi harga saham harian sekuritas *i* pada waktu ke *t-1* dibagi harga saham harian sekuritas *i* pada waktu *t-1*.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Menghitung Return indeks pasar

Return indeks pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks harga saham gabungan, yang merupakan indikator untuk mengamati pergerakan harga dari sekuritas-sekuritas (Jogiyanto, 1998). *Return* indeks pasar, indikatornya adalah IHSG harian pada waktu ke *t* dikurangi dengan IHSG harian pada waktu ke *t-1* dibagi dengan IHSG harian pada waktu ke *t-1*.

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Menghitung abnormal return selama periode pengamatan

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

Notasi:

AR_{it} : *abnormal return* sekuritas ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*

$R_{i,t}$: *return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*

R_{mt} : *return* pasar pada periode peristiwa ke-*t*

Menghitung rata-rata abnormal return

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Notasi:

$RRTN_t$: rata-rata *abnormal return* pada hari ke-*t*

$\sum RTN$: *abnormal return* untuk sekuritas *i* pada hari ke-*t*

k : jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Akumulasi abnormal return

$$CAART_{it} = \sum_{a=t-5}^t AAR_{it}$$

Notasi:

$CAAR_{i,t}$: akumulasi *abnormal return* (*cumulative abnormal return*) sekuritas ke-*i* pada hari ke-*t* yang diakumulasi dari *abnormal return* sekuritas ke-*i* mulai dari awal periode peristiwa sampai hari ke-*t*.

$AAR_{i,t}$: *abnormal return* untuk sekuritas ke-*i* pada hari ke-*a*, yaitu mulai *t-5* (hari awal periode jendela) sampai hari ke-*t*.

Melakukan pengujian abnormal return standarisasi untuk sekuritas ke *i*

$$t = \frac{AR_{it}}{KSE}$$

Notasi:

t : *t*-hitung

$AR_{i,t}$: *abnormal return* sekuritas *i* pada hari ke-*t* di periode peristiwa

KSE : kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-*i*

Menghitung kesalahan standar estimasi digunakan rumus :

$$KSE_t = \frac{\sum_{i=1}^k (AR_{i,t} - AARTN_t)^2}{(k-1)\sqrt{k}}$$

Notasi:

KSE_i : kesalahan standar estimasi untuk hari ke-*t* di periode peristiwa

$AR_{i,j}$: *abnormal return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t di perioda peristiwa
 AAR_t : rata-rata *abnormal return* k sekuritas untuk hari ke-t di perioda peristiwa
 k : jumlah sekuritas

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan Uji t yang dipergunakan untuk menguji tingkat signifikansi *abnormal return* yang ada di perioda peristiwa.

HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian terhadap sampel dengan menggunakan metoda *market-adjusted model*, dapat dilihat pada tabel 4.1.

Tabel 1. Hasil pengujian *Average Abnormal Return* dengan *Market Adjusted Model* sampel perusahaan yang membagikan dividen

Hari Ke-t	<i>Market Adjusted Model</i>	
	$AARN_t$	t-Hitung
-5	0.0054 ***	4.4298
-4	0.0034 ***	3.6746
-3	0.005 **	2.2927
-2	-0.0384 ***	-4.4081
-1	-0.0077 ***	-3.9313
0	-0.0081 ***	-8.5346
+1	-0.0095 ***	-13.626
+2	0.0034 ***	3.2283
+3	-0.0063 ***	-4.7501
+4	0.0055 ***	5.0234
+5	-0.0035 ***	-4.0658

Keterangan:

* : Signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$ ($t > 1.282$)

** : Signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ ($t > 1.645$)

*** : Signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$ ($t > 2.362$)

Hasil dalam tabel 4.1 menunjukkan bahwa selama periode peristiwa, mulai dari hari -5 sampai hari +5 terjadi rata-rata *abnormal return* baik positif maupun negatif. Rata-rata *abnormal return* signifikan pada periode jendela menunjukkan bahwa pasar sudah bereaksi sebelum pengumuman dividen yang berarti ada kebocoran informasi dan setelah pengumuman dividen pasar juga juga

merespon yang berarti pasar modal di Indonesia belum menunjukkan pasar yang efisien setengah kuat karena pengumuman direspon secara berkepanjangan untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru.

Hasil uji hipotesis kandungan informasi dividen dengan menggunakan pengumuman dividen selama lima (5) hari dalam perioda pengamatan, yaitu lima (-5) hari, empat (-4) hari, tiga (-3) hari sebelum pengumuman dividen dan dua (2) hari, empat (4) hari setelah pengumuman, menunjukkan bahwa pasar merespon secara positif dengan adanya pengumuman dividen, tetapi pasar juga merespon secara negatif pada dua (-2) hari, satu (-1) hari dan padasaat diumumkan (0) hari serta satu (1)hari, tiga (3)hari dan lima (5) hari setelah pengumuman dividen. Hasil uji hipotesis kandungan informasi dividen dengan menggunakan *market adjusted model* menunjukkan bahwa secara keseluruhan pasar memberikan reaksi yang signifikan di perioda pengamatan, karena pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi yang bermanfaat bagi investor, sehingga pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Pettit (1972), Sujoko dan Jogiyanto (2001), Suparmono (2000) dan Setiawan dan Hartono (2003).

Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen masih memiliki kandungan informasi, yang terlihat dari reaksi pasar secara signifikan dengan adanya pengumuman dividen.

Penelitian ini ternyata mampu membuktikan *dividend signaling theory*, bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi. Hal ini terlihat dari signifikannya pada keseluruhan peristiwa pengumuman dividen. Namun, secara umum dapat dikatakan bahwa ternyata pasar di Indonesia belumlah efisien secara informasi dalam bentuk setengah kuat, karena pasar selain memberikan reaksi pada hari pengumuman dividen juga bereaksi pada hari-

hari sebelum dan setelah pengumuman dividen. Pasar yang efisien secara informasi bereaksi secara cepat yaitu hanya di waktu pengumuman saja, dalam hal ini pengumuman dividen. Tetapi dalam hasil pengujian terhadap reaksi pasar dalam hal ini investor yang dicerminkan dalam *abnormal return* saham, terlihat bagaimana pasar modal Indonesia belumlah efisien secara informasi dalam bentuk setengah kuat.

Reaksi pasar yang terjadi, bukan hanya pada waktu peristiwa pengumuman dividen, tetapi juga terjadi pada waktu sebelum dan sesudah periode pengumuman dividen. Terjadinya reaksi pasar sebelum pengumuman dividen menunjukkan adanya kebocoran informasi yang diterima oleh pelaku pasar sebelum pengumuman dividen dilakukan. Kebocoran informasi ini mungkin disebabkan oleh keinginan beberapa pihak dalam perusahaan untuk mengeruk keuntungan sendiri dengan membocorkan informasi yang seharusnya hanya dimiliki oleh pihak perusahaan. Hal ini dimanfaatkan oleh investor yang menerima akses informasi untuk digunakan dalam melakukan transaksi (*insider trading*) (Sujoko dan Jogiyanto, 2001). Reaksi pasar yang terjadi pada saat pengumuman dividen, mengindikasikan bahwa investor bereaksi cepat dengan segera memproses informasi pengumuman dividen, sehingga pasar segera menuju kepada harga kesetimbangan baru. Investor dapat memperoleh informasi mengenai pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan berdasarkan RUPS, melalui media elektronik maupun media cetak. Reaksi pasar yang signifikan ditunjukkan oleh *average abnormal return* yang signifikan terjadi setelah pengumuman dividen menunjukkan masih adanya distribusi informasi yang belum simetris. Akibatnya kelompok investor yang mendapatkan informasi tersebut dapat menikmati *abnormal return*. Terjadinya reaksi pasar yang signifikan sebelum, pada saat, dan setelah terjadinya pengumuman dividen memperkuat bukti bahwa benar pengumuman dividen memiliki kandungan informasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi sehingga direaksi positif dan negatif signifikan oleh investor. Berdasarkan hasil hipotesis, menunjukkan bahwa temuan penelitian mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang menyatakan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang berguna bagi investor. Hasil ini menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia masih menggunakan informasi pengumuman dividen untuk melakukan keputusan investasi.

Berdasarkan hasil signifikansi rata-rata *abnormal return* untuk masing-masing hari di periode peristiwa dapat ditarik kesimpulan bahwa :

1. Adanya reaksi pasar diseluruh periode jendela yaitu pada hari -5, -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4 dan 5, menunjukkan bahwa peristiwa tersebut mengandung informasi.
2. Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar membutuhkan waktu paling tidak sampai lima hari untuk menuju ke keadaan ekuilibrium yang baru) yang ditunjukkan pada masih adanya *abnormal return* sampai hari ke +5. Hal ini menunjukkan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi
3. Pasar juga belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan, karena pasar belum efisien secara informasi.

Saran

1. Pengambilan sampel penelitian yang berdasarkan *purposive sampling*, mengakibatkan hasil penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi, oleh sebab itu perlu adanya tehnik pengambilan sampel yang lain.
2. Penelitina ini hanya menggunakan satu model saja untuk mengetahui *abnormal return* yaitu *market*

adjusted model, disarankan peneliti selanjutnya untuk menggunakan dua model yang lain yaitu *market model* dan *mean adjusted model*. Sehingga hasilnya bisa dibandingkan antara model yang satu dengan yang lain.

3. Penelitian ini tidak membagi dividen kas yang naik, stabil dan menurun, oleh sebab itu penelitian selanjutnya bisa membagi dividen tersebut dan membandingkannya.
4. Periode dalam penelitian ini hanya satu tahun saja yaitu tahun 2008, sehingga Sampel dalam penelitian ini masih sedikit yang dapat menimbulkan masalah kecukupan statistik, disarankan bagi peneliti selanjutnya bisa menggunakan periode tahun yang lebih lama sehingga sampel penelitian ini lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. dan I. Swary. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' return: an empirical analysis, *The Journal of Finance* 35, No. 1, March, hal. 1-12.
- Asquith, P dan D. W. Mullins Jr. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' Wealth, *Journal of Business*, Vol. 56, No. 1, hal. 77-96.
- Bandi, dan J., Harton. 2000. Perilaku reaksi harga saham dan volume perdagangan terhadap pengumuman dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 3, No. 2, Juli, hal. 203-213.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and "The Bird in The Hand" Fallacy, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, hal. 259-270.
- Brown, L. D., D.P. Choi, dan K.Kim. 1998. The impact of announcement timing on the informativeness of earnings and dividend, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 14, hal. 653-675
- DeAngelo, H, dan D. Lawrence. 1990. Dividen policy and financial distress: an empirical investigation of trouble NYSE firm, *The Journal of Finance*, Vol. 45, hal.1415-1431.
- Eddy, A dan B. Seifert. 1992. Stock price reactions to dividend and earnings announcements: contemporaneous versus noncontemporaneous announcements, *The Journal of Financial Research*, Vol. XV, No. 3, Fall, hal. 207-217.
- Jogiyanto H.M. 1998. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Liljebloom, E. 1989. The informational impact of announcements of stock dividends and stock splits, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 16 (5), winter, hal. 681-697.
- Miller, M. K., dan K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information, *The Journal of Finance*, Vol.XI, No. 4, September, hal. 1031-1051.
- Pettit, R. R. 1972. Dividend announcement security performance and capital market efficiency, *The Journal of Finance*, Vol. XXVII, No. 5, Desember, hal. 993-1007.
- Ratnawati. 2002. Analisa dampak pengumuman dividen terhadap return, variabilitas tingkat keuntungan dan aktivitas volume perdagangan saham, Thesis, Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Setiawan, D dan J. Hartono. 2003. Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan: analisis pengumuman dividen meningkat, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6, No.2, Mei, Hal.131-144
- Sujoko, dan Jogiyanto HM. 2001. Analisis kandungan informasi dividen dan ketepatan reaksi pasar: Pengujian terhadap Dividend Signaling Theory Studi Empiris Di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, Vol. 1, No. 2, Agustus, hal. 42-69.

Suparmono, 2000, Dividend announcement effect on stock market: a test of signaling hypothesis in Indonesia Stock Market, Gadjah Mada International Journal of Business,

Vol. 2, No. 3, hal. 351-368.
Weston, fred J., Brigham, Eugene F., 1993, Essentials of Managerial Finance, Tenth Edition, The Dryden Press, Philadelphia.