



Published every April, August and December

JURNAL RISET AKUNTANSI & KEUANGAN

ISSN:2541-061X (Online). ISSN:2338-1507(Print). <http://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK>



Dampak Pengumuman Pembagian Dividen Kas Terhadap *Abnormal Return* Pada Indeks LQ-45

John Iwan Kusno¹, Fransisca Tharia Hartanto²

Abstract. *The aim of this research is to examine the impact of cash dividend announcement to the abnormal return in the period before announcement, at the announcement, and after the announcement. The sample of this research is publicly listed companies in the LQ-45 index from 2015 to 2016. Market model is chosen to calculate the abnormal return. To test whether abnormal return is significant or not, we use t-test, one tailed test, at 5% significance level. Results of this research shows that Indonesian stock market is still not efficient since the abnormal return is significant at day two, day four, and day five after the cash dividend announcement.*

Keywords: *dividend, abnormal return, stock return, efficient market, event study*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak dari pengumuman dividen kas terhadap *abnormal return* pada periode sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, dan setelah pengumuman. Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang secara konsisten masuk ke dalam indeks LQ-45 sepanjang tahun 2015 sampai dengan tahun 2016. Metode yang digunakan untuk mendapatkan *abnormal return* adalah *market model*. Uji statistik *t*, *one tailed test*, dengan 5% *significance level* digunakan untuk menguji signifikansi *abnormal return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar di Indonesia belum efisien karena ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan pada periode H+2, H+4, dan H+5 setelah pengumuman kas dividen.

Kata Kunci: *dividen, abnormal return, imbal hasil saham, efisiensi pasar, studi peristiwa*

Corresponding author. Email: ¹ John.kusno@pmbs.ac.id, ²Fransisca.tharia@pmbs.ac.id.

How to cite this article. John Iwan Kusno, Fransisca Tharia Hartanto. (2018). Dampak Pengumuman Pembagian Dividen Kas Terhadap *Abnormal Return* Pada Indeks LQ-45. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan Program Studi Akuntansi Fakultas Pendidikan Ekonomi Dan Bisnis Universitas Pendidikan Indonesia*, 6(3), 441-452. Retrieved from <http://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK/article/view/4670>

History of article. Received: September 2018, Revision: November 2018, Published: December 2018

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v4i3.4670

Copyright©2016. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI

PENDAHULUAN

Kemakmuran dari pemegang saham merupakan salah satu tujuan utama dari manajemen keuangan. Tujuan ini diwujudkan dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga pasar saham perusahaan (Setia Atmaja, 2008). Naik turunnya harga saham dari suatu perusahaan dipengaruhi oleh berbagai macam informasi yang beredar di pasar, salah satunya adalah informasi mengenai pembagian dividen (Mirdah, 2010).

Ada berbagai teori mengenai kebijakan dividen perusahaan. Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa dalam pasar yang sempurna (*perfect capital market*), ketika setiap investor memiliki informasi yang sama, tidak ada pajak dan biaya transaksi, maka kebijakan dividen perusahaan tidak akan memiliki pengaruh terhadap biaya modal ataupun kemakmuran pemegang saham. Harga saham akan turun sebesar dividen per lembar saham yang dibagikan. Berbeda dengan Miller dan Modigliani, teori *The Bird in The Hand* yang dikemukakan oleh Lintner (1956) menyatakan bahwa dalam pasar yang sempurna sekalipun, investor akan lebih memilih dividen daripada potensi *capital gain* karena dividen memiliki resiko yang lebih kecil. Perusahaan yang membagikan dividen akan memiliki biaya ekuitas (*cost of equity*) yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Dampak dari biaya modal yang lebih kecil adalah harga saham yang lebih tinggi. Teori ini kemudian dibantah lagi oleh Miller dan Modigliani yang menyatakan bahwa dalam asumsi mereka, pembayaran dividen tidak akan mempengaruhi resiko dari arus kas yang akan datang (*future cash flow*).

Salah satu teori lain mengenai kebijakan dividen perusahaan adalah *dividend signaling theory*. Teori ini merupakan modifikasi dari teori Miller dan Modigliani. Salah satu asumsi dari teori Miller dan Modigliani adalah adanya pasar yang sempurna di mana semua investor memiliki informasi yang simetris. Dalam kenyataannya, manajer perusahaan memiliki akses untuk memperoleh informasi yang lebih detail mengenai perusahaan dibandingkan

dengan investor luar. Karena adanya informasi yang bersifat asimetris ini, *board of directors* dari suatu perusahaan dapat menggunakan dividen untuk memberi sinyal kepada investor mengenai kinerja perusahaan yang sebenarnya. Asquith (1986) mengemukakan bahwa pembayaran dividen membuktikan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan profit, dan membedakan perusahaan tersebut dengan perusahaan lain yang profitabilitasnya lebih rendah. Manajemen perusahaan memiliki insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan karena perubahan dividen akan memberikan sinyal adanya perubahan terhadap profitabilitas perusahaan. Namun demikian, Miller dan Rock (1985) mengemukakan bahwa peningkatan dividen merupakan *cost of signaling* karena dana yang dikeluarkan untuk membagikan dividen dapat digunakan untuk investasi perusahaan ke aset yang lebih produktif.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya pengaruh pengumuman dividen kas terhadap reaksi pasar sepanjang tahun 2015 sampai dengan 2016. Bagi sebagian pemegang saham, dividen akan memberikan imbal hasil yang lebih pasti dibandingkan dengan *capital gain*. Namun, sebagian pemegang saham lainnya memiliki preferensi terhadap *capital gain* dibandingkan dividen. Oleh karena itu, informasi mengenai pembagian dividen dapat memiliki reaksi pasar positif ataupun negatif. Jika pengumuman dividen mengandung informasi, maka akan ada *average abnormal return* (AAR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman

KAJIAN LITERATUR

Dividen

Menurut PSAK 23 (1994) tentang pendapatan, dividen merupakan distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi yang ditetapkan dari jenis modal tertentu. Lebih lanjut lagi, dalam metode biaya (*cost method*), dividen tunai harus diakui bila hak pemegang saham untuk menerima pembayaran telah ditetapkan. Definisi lain mengenai dividen berdasarkan

Undang-Undang no 17 tahun 2000 adalah bagian dari laba perusahaan yang diperoleh pemegang saham atau pemegang polis asuransi. Dividen juga dapat diartikan sebagai pembagian sisa hasil usaha koperasi yang diperoleh anggota koperasi. Dalam Undang-Undang ini, ditegaskan pula bahwa yang termasuk ke dalam pengertian dividen diantaranya:

1. Pembagian laba secara langsung maupun tidak langsung, dengan nama dan dalam bentuk apapun
2. Pembayaran kembali karena likuidasi yang melebihi jumlah modal yang disetor
3. Pemberian saham bonus yang dilakukan tanpa penyetoran, termasuk saham bonus yang berasal dari kapitalisasi agio saham
4. Pembagian laba dalam bentuk saham (*stock dividend*)
5. Pencatatan tambahan modal yang dilakukan tanpa penyetoran
6. Jumlah yang lebih tinggi nilainya dari jumlah setoran saham yang diterima atau diperoleh oleh pemegang saham karena pembelian kembali saham-saham oleh perusahaan/perseroan yang bersangkutan
7. Pembayaran kembali seluruhnya atau sebagian dari modal yang disetorkan apabila di tahun-tahun sebelumnya diperoleh keuntungan. Pengecualian dilakukan jika pembayaran kembali tersebut adalah akibat dari pengecilan modal dasar yang dilakukan secara sah
8. Pembayaran sehubungan dengan peluang adanya laba, termasuk yang diterima sebagai penebusan tanda-tanda laba tersebut
9. Pembagian kupon atau bunga sehubungan dengan kepemilikan obligasi
10. Bagian laba yang diterima oleh pemegang polis
11. Pembagian sisa hasil usaha kepada anggota koperasi
12. Pengeluaran perusahaan untuk keperluan pribadi pemegang saham yang dibebankan sebagai biaya perusahaan.

Alasan Pembagian Dividen

Keputusan perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham dipengaruhi oleh berbagai macam faktor.

Berdasarkan observasi yang dilakukan oleh DeAngelo (2006), keputusan untuk membayarkan dividen dipengaruhi secara signifikan oleh struktur modal perusahaan, profitabilitas, ukuran (*size*), dan pertumbuhan perusahaan. Lebih lanjut lagi, perusahaan dengan proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas (RETE) dan proporsi laba ditahan terhadap total aset (RETA) yang besar memiliki probabilitas yang tinggi untuk membagikan dividen. Penelitian yang senada juga dilakukan di Indonesia oleh Indriyani dan Ratmono (2014). Hasil yang diperoleh adalah rasio RETA berpengaruh positif terhadap kemungkinan suatu perusahaan membagikan dividen.

Dalam penelitiannya, DeAngelo (2006) menjelaskan *dividend payout ratio* yang besar dipengaruhi oleh daur hidup suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan dengan RETE dan RETA yang besar kebanyakan sudah berada dalam tahap *mature*. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan dengan RETE dan RETA yang kecil masih berada dalam tahap awal daur hidupnya.

Grullon (2002) mengemukakan bahwa peningkatan dividen merefleksikan informasi mengenai perubahan daur hidup (*life-cycle*) perusahaan. Secara spesifik, perubahan yang dimaksud adalah transisi dari tahap *higher growth* ke tahap *mature*. Ketika suatu perusahaan sudah berada di tahap *mature*, kesempatan untuk berekspansi akan semakin kecil. Sebagai implikasinya, perusahaan akan memiliki kas yang lebih besar yang dapat dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Dyl (1998) menjelaskan alasan suatu perusahaan membagikan dividen dapat dihubungkan dengan penurunan risiko dari perubahan laba dan *arus kas* suatu perusahaan. Penurunan risiko ini muncul karena adanya penurunan *unanticipated information* terkait dengan ekspektasi laba perusahaan setelah pengumuman dividen. Dengan adanya pembagian dividen, terjadi penurunan terhadap volatilitas laba dan berkurangnya *earnings surprise*. Karena adanya penurunan risiko ini, *willingness* perusahaan untuk membagikan dividen mengalami peningkatan.

Telaah Literatur

Salah satu konsep yang banyak digunakan untuk menjelaskan adanya fenomena abnormal return adalah *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Konsep ini dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970. Menurut Fama (1970), pasar dikatakan efisien apabila seluruh informasi yang tersedia di pasar merefleksikan harga saham. Tiga bentuk pasar berdasarkan EMH adalah :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah
Pada efisiensi pasar bentuk lemah, harga hanya akan mencerminkan data historis. Oleh karena itu, investor dapat memperoleh keuntungan dengan menggunakan analisis fundamental dan informasi privat.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat
Pada efisiensi pasar bentuk setengah kuat, harga hanya mencerminkan data historis dan informasi publik saat ini. Oleh karena itu, investor yang memiliki informasi privat atau investor yang mendapatkan informasi lebih dulu dapat memperoleh *abnormal return*
3. Efisiensi pasar bentuk kuat
Pasar dikatakan efisien pada saat harga saham sudah mencerminkan informasi historis, publik, maupun informasi privat. Pasar yang efisien tidak memungkinkan investor untuk memperoleh *abnormal return*.

Aharony (1980) menemukan adanya informasi yang terkandung dalam pengumuman *earnings* dan dividen per kuartal. Dengan menggunakan 149 sample perusahaan yang ada di *New York Stock Exchange*, *abnormal return* ditemukan signifikan secara statistik pada t-1 pengumuman dividen dan pada hari H pengumuman dividen. Penemuan ini mengkonfirmasi bahwa informasi mengenai perubahan dividen memberikan sinyal adanya perubahan pandangan dari manajemen perusahaan mengenai kinerja perusahaan yang akan datang. Penelitian lain yang dilakukan oleh Aamir (2011) dengan menggunakan sampel perusahaan semen serta perusahaan minyak dan gas di Pakistan juga memberikan bukti adanya efek positif pada pengumuman dividen.

Di Vietnam, Ngoc (2016) menemukan adanya reaksi pasar yang positif antara delapan sampai 15 hari menjelang *dividend ex-ante* dan reaksi pasar yang negatif satu hari sebelum dan pada hari H *dividend ex-ante*. Hal ini menggambarkan *buying pressure* oleh investor jangka pendek menjelang *dividend ex-ante* dan *selling pressure* setelah *dividend ex-ante*. Senada dengan penelitian Ngoc (2016), Joshi (2017) menemukan adanya reaksi pasar yang positif signifikan sebelum pengumuman dividen yang diikuti dengan reaksi pasar negatif signifikan setelah pengumuman dividen di Bombay, India. Hal ini menunjukkan adanya *overreaction* di kalangan investor terhadap pengumuman dividen. *Stock market overreaction* merupakan fenomena di mana harga saham akan berbalik arah setelah sebelumnya mengalami peningkatan atau penurunan.

Berbeda dengan Aharony (1980) dan Aamir (2011), Watts (1973) menemukan bahwa potensi adanya informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen aktual sangat kecil pada sampel perusahaan-perusahaan yang ada di *Standard & Poor index*. Potensi tersebut bahkan dapat dianggap sebagai bagian dari kesalahan residu (error) yang ada di persamaan model dividen. Lebih lanjut lagi, Watts mengemukakan bahwa walaupun investor merupakan pihak pertama yang menerima informasi potensial mengenai dividen, imbal hasil yang didapatkan melalui informasi tersebut tidak akan melebihi biaya transaksi (*transaction costs*). Senada dengan penelitian Watts (1973), Gunasekarage et al (2006) menemukan bahwa pengumuman perubahan dividen hanya berasosiasi dengan kinerja perusahaan yang lalu dan saat ini, tidak ada hubungan antara pengumuman perubahan dividen dengan kinerja perusahaan yang akan datang. Perusahaan-perusahaan yang mengumumkan adanya pengurangan dividen justru memberikan imbal hasil yang lebih besar dan lebih signifikan secara statistik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang mengumumkan adanya kenaikan dividen pasca pengumuman dividen dilakukan.

Klein (1987) melakukan penelitian mengenai kondisi market dengan

menggunakan *event study*. Dari penelitian tersebut, ditemukan bahwa kondisi market dapat menyebabkan terjadinya bias di mana suatu *event* yang muncul pada kondisi market yang *bullish* menghasilkan *abnormal return* positif yang signifikan secara statistik baik sebelum maupun sesudah pengumuman *event* tersebut. Sebaliknya, pada kondisi market *bearish*, terjadi *abnormal return* negatif yang signifikan secara statistik baik sebelum maupun sesudah pengumuman *event* tersebut.

Untuk pasar saham di Indonesia, Sularso (2003) menggunakan *event study* dan menemukan bahwa pada saat *ex-ante dividend* berlangsung, muncul reaksi negatif dari pasar terhadap informasi pengumuman dividen naik. Sebaliknya, harga saham bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun. Sularso (2003) menjelaskan bahwa informasi *ex-ante dividend* berdampak pada munculnya kesadaran bahwa investor telah kehilangan hak atas klaim imbal hasil dari dividen. Harga saham akan mengalami penurunan sesuai dengan imbal hasil yang hilang. Mirdah (2010) juga menemukan adanya informasi pada pengumuman dividen yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada sampel perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) di tahun 2008. *Abnormal return* yang signifikan sebelum, pada saat, maupun sesudah pengumuman menunjukkan pengumuman dividen memiliki kandungan informasi.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sularso (2003) dan Mirdah (2010), Subkhan (2012) menemukan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman kebijakan *dividend initiation*. Hasil pengujian *abnormal return* tidak menemukan adanya *average abnormal return* positif maupun negatif signifikan pada sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Hidayati (2014) mengemukakan bahwa *abnormal return* yang muncul di periode publikasi suatu informasi dianggap sebagai respon pasar terhadap informasi yang dipublikasikan yang ditanggapi secara cepat pula oleh investor. Senada dengan penelitian Subkhan (2012), Hidayati (2014) juga tidak mendapatkan

perbedaan *average abnormal return* yang signifikan dari perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 baik sebelum maupun sesudah peristiwa pengumuman dividen. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham lebih tertarik dengan *capital gain* daripada pembagian dividen.

Hipotesis Penelitian

Daur hidup suatu perusahaan dapat mempengaruhi keputusan perusahaan dalam membagikan dividen. Menurut Grullon (2002) dan DeAngelo (2006), perusahaan yang sudah berada dalam tahap *mature* akan memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen karena memiliki cadangan kas yang tinggi. Perusahaan-perusahaan yang sudah *mature* umumnya adalah perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang tinggi. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan LQ-45 sebagai sampel. Saham-saham yang termasuk ke dalam LQ-45 merupakan saham-saham dari perusahaan yang memiliki urutan kapitalisasi pasar tertinggi di industrinya. Selain itu, sampel LQ-45 juga dipilih untuk menghindari bias adanya saham yang tidur atau tidak likuid.

Berdasarkan telaah literatur dengan hasil yang berbeda-beda, penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali adanya hubungan antara pengumuman dividen dengan kinerja perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ-45 dan reaksi pasar pada tahun 2015 sampai dengan 2016. Penelitian ini akan mengambil sudut pandang yang sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Joshi (2017). Perusahaan yang berencana membagikan dividen harus mengifokan kepada bursa terlebih dahulu mengenai keputusan perusahaan untuk membagikan dividen. Hal ini menyebabkan munculnya *abnormal return* positif sebelum pengumuman pembagian dividen. Mengingat Indonesia juga termasuk ke dalam *emerging market* di Asia, penelitian ini bertujuan untuk mengamati apakah fenomena *overreaction* terjadi juga di Indonesia dan apakah pasar melakukan koreksi setelah pengumuman pembagian dividen. Pengamatan reaksi pasar dibagi menjadi dua bagian, sebelum dan sesudah pengumuman pembagian dividen

Hipotesa penelitian ini dapat dituliskan sebagai berikut:

- H_{1a} : Terdapat *abnormal return* positif sebelum pengumuman pembagian dividen
- H_{1b} : Terdapat *abnormal return* negatif setelah pengumuman pembagian dividen

Hipotesa awal penelitian akan diterima apabila $t \text{ hitung} \leq |t\text{-critical}|$. Apabila $t \text{ hitung} > |t\text{-critical}|$, maka hipotesa awal penelitian akan ditolak.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam BEI yaitu sebanyak 501 perusahaan. Metode yang digunakan untuk pemilihan sampel adalah *purposive sampling* dengan kriteria :

1. Perusahaan yang secara konsisten masuk ke dalam indeks LQ-45 pada periode Februari 2015 sampai Januari 2017.
2. Perusahaan membagikan dividen kas setidaknya satu kali pada periode Januari 2015 sampai dengan Desember 2016.

Berdasarkan kedua kriteria tersebut, didapatkan 40 perusahaan yang memenuhi kriteria *sampling*.

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari terminal bloomberg yang dimiliki oleh Universitas Prasetiya Mulya. Data sekunder yang digunakan meliputi :

1. Perusahaan yang secara konsisten terdaftar pada indeks LQ-45 pada periode Februari 2015 sampai Januari 2017.
2. Data tanggal pengumuman dividen yang dikeluarkan oleh perusahaan yang termasuk dalam sampel sepanjang tahun 2015 sampai dengan tahun 2016.
3. Data harga saham harian dalam periode penelitian yang digunakan untuk memperoleh imbal hasil dari setiap emiten.
4. Data harian IHSG sepanjang periode penelitian yang digunakan untuk memperoleh imbal hasil pasar

Total observasi awal dalam penelitian ini adalah sebanyak 99 observasi. Dari 99 observasi, tujuh data tidak diikutsertakan

karena data yang tidak lengkap serta adanya event lain yang berdekatan dengan pengumuman pembagian dividen. Dengan demikian, total observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 92 observasi.

Penelitian ini menggunakan metode *event study* yang bertujuan untuk mempelajari ada atau tidaknya reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. *Event date* yang digunakan dalam penelitian ini adalah tanggal pengumuman dividen ($t = 0$). Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dan diukur dengan menggunakan *abnormal return*.

Variabel operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata *abnormal return* enam hari sebelum sampai dengan enam hari sesudah tanggal pengumuman pembagian dividen (*announcement date*). Brown (1980) mengemukakan bahwa harga suatu sekuritas hanya bias dianggap abnormal apabila ada *benchmark/pembandingnya*. Oleh karena itu, dibutuhkan suatu model untuk menghitung '*normal*' return sebelum *abnormal return* dapat ditentukan besarnya. Tiga model yang dapat digunakan untuk memperoleh *ex ante expected return* ('*normal*' return) yaitu *mean adjusted return*, *market adjusted returns*, dan *market and risk adjusted returns*. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market adjusted return*. Model ini mengasumsikan bahwa *ex ante expected returns* antara sekuritas yang satu dengan yang lain adalah sama, namun tidak berarti konstan. Karena *market portfolio of risky assets M* merupakan persamaan linear dari kombinasi seluruh saham yang ada di dalam indeks, maka ekspektasi imbal hasil sekuritas ke- i pada periode t ($E(R_{i,t})$) sama dengan ekspektasi imbal hasil pasar pada periode t ($E(R_{mt})$) untuk sekuritas ke- i . Dengan demikian, abnormal return dari sekuritas ke- i merupakan selisih antara imbal hasil sekuritas ke- i pada periode t dengan ekspektasi imbal hasil sekuritas ke- i pada periode t . Rata-rata *abnormal return* merupakan rata-rata dari selisih antara imbal hasil yang sesungguhnya dengan ekspektasi imbal hasil suatu sekuritas. Periode yang digunakan untuk menghitung ekspektasi imbal hasil adalah 120 hari sebelum *event window*.

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k} \quad (1)$$

di mana :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (2)$$

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Keterangan :

$AAR_{i,t}$ = rata-rata *abnormal return* pada periode ke-t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode ke-t

$R_{i,t}$ = imbal hasil sesungguhnya sekuritas ke-i pada periode ke-t

$E(R_{i,t})$ = ekspektasi imbal hasil sekuritas ke-i pada periode ke-t

α_i = *intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i = *slope* dari sekuritas ke-i

$R_{m,t}$ = imbal hasil IHSG pada periode ke-t

$\varepsilon_{i,t}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t atau *abnormal return*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Subyek penelitian ini adalah saham-saham yang secara konsisten masuk ke dalam LQ-45 selama periode 2015 – 2016 serta melakukan pembagian dividen setidaknya satu kali dalam periode tersebut. Berdasarkan kedua kriteria tersebut, diperoleh 40 perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Nama-nama perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian

No	Nama Perusahaan	Ticker
1	PT Astra Agro Lestari Tbk	AALI IJ
2	PT Adhi Karya Persero Tbk	ADHI IJ
3	PT Adaro Energy Tbk	ADRO IJ
4	PT AKR Corporindo Tbk	AKRA IJ
5	PT Astra International Tbk	ASII IJ
6	PT Alam Sutra Realty Tbk	ASRI IJ
7	PT Bank Central Asia Tbk	BBCA IJ
8	PT Bank Negara Indonesia Persero Tbk	BBNI IJ
9	PT Bank Rakyat Indonesia Persero Tbk	BBRI IJ
11	PT Bank Mandiri Persero Tbk	BMRI IJ
12	PT Global Mediacom Tbk	BMTR IJ
13	PT Bumi Serpong Damai Tbk	BSDE IJ
No	Nama Perusahaan	Ticker
14	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN IJ
15	PT Gudang Garam Tbk	GGRM IJ
16	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP IJ
17	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP IJ
18	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF IJ
19	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	INTP IJ
20	PT Jasa Marga Persero Tbk	JSMR IJ
21	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF IJ
22	PT Lippo Karawaci Tbk	LPKR IJ
23	PT Matahari Department Store Tbk	LPPF IJ
24	PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk	LSIP IJ
25	PT Media Nusantara Citra Tbk	MNCN IJ
26	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA IJ
27	PT Perusahaan Gas Negara Persero Tbk	PGAS IJ

28	PT Tambang Batubara Bukit Asam Persero Tbk	PTBA IJ
29	PT Pembangunan Perumahan Persero Tbk	PTPP IJ
30	PT Pakuwon Jati Tbk	PWON IJ
31	PT Surya Citra Media Tbk	SCMA IJ
32	PT Siloam International Hospitals Tbk	SILO IJ
33	PT Semen Indonesia Persero Tbk	SMGR IJ
34	PT Summarecon Agung Tbk	SMRA IJ
35	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk	SSMS IJ
36	PT Telekomunikasi Indonesia Persero Tbk	TLKM IJ
37	PT United Tractors Tbk	UNTR IJ
38	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR IJ
39	PT Wijaya Karya Persero Tbk	WIKA IJ
40	PT Waskita Karya Persero Tbk	WSKT IJ

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dari setiap variabel dalam penelitian ini. Total observasi pada penelitian ini adalah 92 observasi. Dari 92 observasi, hasil perhitungan rata-rata abnormal return yang terdapat pada Tabel 2 menunjukkan adanya rata-rata *abnormal return* yang positif maupun negatif selama 13 hari periode peristiwa, mulai dari t-6 sampai dengan t+6. AAR positif tertinggi didapatkan pada t-5 sementara AAR negatif tertinggi didapatkan pada t+4. Standar deviasi tertinggi juga terdapat pada t+4, sementara standar deviasi terendah terdapat pada t+1. Dari enam hari sebelum pengumuman

pembagian dividen berlangsung, AAR memberikan hasil positif sebanyak lima hari (dari t-5 sampai dengan t-1). Setelah pengumuman dividen berlangsung, dari enam hari periode pengamatan, nilai AAR dari hari t+2 sampai dengan t+6 menunjukkan nilai negatif. Hal ini sejalan dengan hipotesa penelitian di atas. Namun demikian, perlu dilakukan pembuktian signifikansi secara statistik terhadap rata-rata abnormal return positif dan rata-rata abnormal return negatif. Total abnormal return (*Cummulative abnormal return*) dari t-6 sampai dengan t+6 adalah sebesar -1.773%.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Penelitian

Periode	AAR	CAR	Standar Deviasi	Periode	AAR	CAR	Standar Deviasi
t-6	-0.016%	-0.016%	2.23%	t+6	-0.236%	-1.773%	1.95%
t-5	0.177%	0.160%	2.21%	t+5	-0.583%	-1.537%	2.02%
t-4	0.104%	0.264%	2.04%	t+4	-0.622%	-0.954%	2.59%
t-3	0.085%	0.349%	2.21%	t+3	-0.026%	-0.332%	2.53%
t-2	0.053%	0.402%	2.25%	t+2	-0.512%	-0.306%	2.37%
t-1	0.115%	0.518%	2.15%	t+1	0.014%	0.206%	1.93%
t=0	-0.326%	0.192%	2.12%	t=0	-0.326%	0.192%	2.12%

Pengujian hipotesis atas reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen kas pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji distribusi *two-tailed test*.

Hasil pengujian *average abnormal return* (AAR) dengan menggunakan *market adjusted model* dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Pengujian AAR di sekitar *Announcement Date*

Hari ke- t	AAR	t-test	Keputusan
t-6	-0.02%	-0.07	H ₀ diterima
t-5	0.18%	0.77	H ₀ diterima
t-4	0.10%	0.49	H ₀ diterima
t-3	0.08%	0.37	H ₀ diterima
t-2	0.05%	0.23	H ₀ diterima
t-1	0.12%	0.51	H ₀ diterima
T	-0.33%	-1.47	H ₀ diterima
t+1	0.01%	0.07	H ₀ diterima
t+2	-0.51%	-2.08	H ₀ ditolak *
t+3	-0.03%	-0.10	H ₀ diterima
t+4	-0.62%	-2.30	H ₀ ditolak **
t+5	-0.58%	-2.77	H ₀ ditolak **
t+6	-0.24%	-1.16	H ₀ diterima

Keterangan :

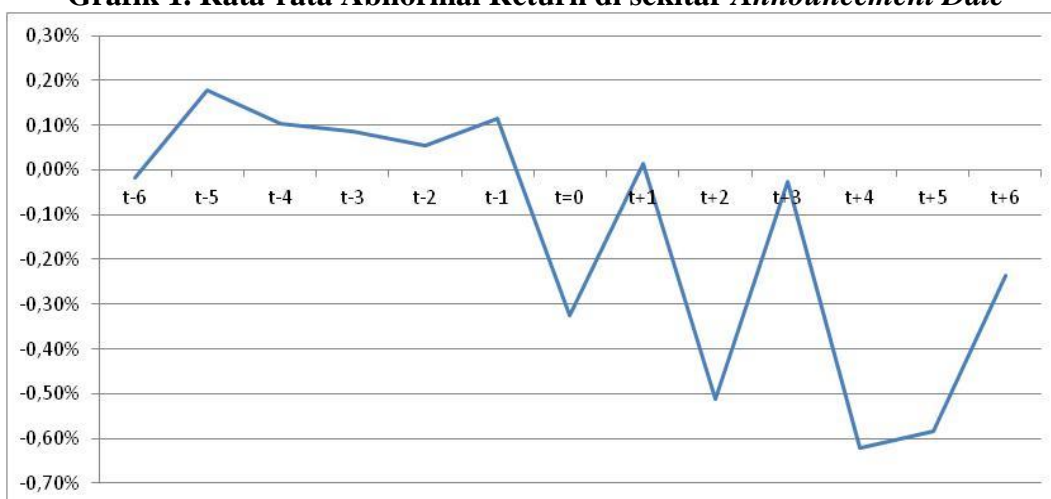
* = tingkat signifikansi 10%

** = tingkat signifikansi 5%

Berdasarkan Tabel 3, nilai *t-critical* dari 92 hasil observasi adalah 1,99 untuk tingkat signifikansi 10% dan 2.28 untuk tingkat signifikansi 5%. Apabila dibandingkan dengan

nilai *t-critical*, hasil uji t yang signifikan ditemukan pada t+2, t+4, dan t+5. Rata-rata abnormal return dari penelitian ini dapat dilihat pada Grafik 1.

Grafik 1. Rata-rata Abnormal Return di sekitar *Announcement Date*



Sebelum pengumuman pembagian dividen kas, rata-rata *abnormal return* menunjukkan hasil yang positif. Dari enam hari pengamatan sebelum pengumuman dividen berlangsung, hanya satu hari yang menunjukkan *abnormal return* negatif. Namun

demikian, pengujian secara statistik tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi pada periode sebelum pengumuman pembagian dividen kas. Dengan demikian, hipotesa pertama mengenai adanya *abnormal return*

positif sebelum pengumuman pembagian dividen kas tidak terbukti.

Setelah pengumuman pembagian dividen kas, rata-rata *abnormal return* menunjukkan hasil yang negatif dan fluktuatif. Dari enam hari pengamatan setelah pengumuman dividen berlangsung, hanya satu hari yang menunjukkan *abnormal return* positif. Rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada level 5% ditemukan pada t+2, t+4, dan t+5. Pada H+2, ditemukan nilai rata-rata *abnormal return* sebesar -0,51% dan nilai signifikansi t sebesar -2,08. Pada t+4, ditemukan nilai rata-rata *abnormal return* sebesar -0,62% dan nilai signifikansi t sebesar -2,30. Nilai signifikansi t tertinggi ditemukan pada t+5 dengan nilai rata-rata abnormal return sebesar -0,58%. Dengan demikian, hipotesa kedua penelitian mengenai adanya *abnormal return* negatif setelah pengumuman pembagian dividen kas terbukti. Dengan kata lain, pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman pembagian dividen kas pada t+2, t+4, dan t+5.

Hasil penelitian ini sedikit berbeda dengan hasil penelitian Joshi (2017). Walaupun pasar bereaksi positif sebelum pengumuman dividen berlangsung, namun reaksi ini tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, tidak ada kebocoran informasi terkait dengan pembagian dividen. Sesudah pengumuman dividen, pasar bereaksi negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan adanya koreksi terhadap harga saham perusahaan setelah pengumuman dividen. Karena rata-rata abnormal return positif sebelum pengumuman dividen tidak menunjukkan hasil yang signifikan, dapat dikatakan *overreaction* tidak terjadi di Indonesia. Namun demikian, adanya keterlambatan reaksi pasar menunjukkan bahwa masih ada distribusi informasi yang asimetris antar investor.

SIMPULAN

Berdasarkan indeks LQ45 yang telah diteliti dengan periode waktu Februari 2015 sampai Januari 2016, dapat diperoleh beberapa kesimpulan antara lain:

1. Ada *abnormal return* yang signifikan negatif pada saham indeks LQ45 dengan

pengumuman dividen kas pada t+2, t+4, dan t+5. Hal ini menunjukkan bahwa masih ada keterlambatan reaksi pasar untuk mengambil keputusan dari informasi yang sudah tersedia di pasar.

2. Tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan pada saham indeks LQ45 dengan pengumuman dividen kas pada H-6 sampai dengan hari pengumuman pembagian dividen. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi mengenai besaran dividen yang berpotensi menyebabkan terjadinya *insider trading*.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya keterlambatan reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen kas pada periode 2015 – 2016. Hal ini disebabkan karena *abnormal return* yang signifikan baru ditemukan pada periode setelah pengumuman pembagian dividen kas tersebut dilaksanakan. Keterlambatan pasar bereaksi dapat disebabkan karena informasi masih bersifat asimetris. Dengan kata lain, pasar di Indonesia masih belum efisien.

Model penelitian ini masih menggunakan *market model* untuk mendapatkan *abnormal return*. Penelitian ini juga tidak mempertimbangkan adanya *confounding effect* pada tanggal pengumuman dividen kas. Untuk mengembangkan penelitian ini ke depannya, dapat digunakan model yang lainnya seperti *market adjusted model* dan *mean adjusted model* untuk mendapatkan *abnormal return*. *Confounding effect* serta penambahan jumlah sampel juga dapat dipertimbangkan untuk mengetahui apakah ada perbedaan dengan hasil yang diperoleh dari penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Aamir, M. dan S.Z. Ali Shah. 2011. Dividend Announcements and The Abnormal Stock Returns for the Event Firm and Its Rivals. *Australian Journal of Business and Management Research*. Vol. 1 No. 8, 72-76
- Aharony, J. dan I. Swary. 1980. Quarterly dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns : An Empirical

- Analysis. *The Journal of Finance*. Vol. 35 No. 1, 1-12
- Anonim, Undang-undang no 17 tahun 2000
- Asquith, P. dan D.W. Mullins. 1986. Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues. *Financial Management*. Vol. 15 No. 3, 27 – 44
- DeAngelo, H., Linda DeAngelo, dan Rene M. Stulz. 2006. Dividend Policy and The Earned / Contributed Capital Mix : A Test of The Life Cycle Theory. *Journal of Financial Economics* 81, 227 – 254
- Dyl, Edward A. dan Robert A. Weigand. 1998. The Information Content of Dividend Initiations : Additional Evidence. *Financial Management*. Vol. 27 No. 3, 27 – 35
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25, 383-417.
- Grullon, G., Roni Michaely, dan Bhaskaran Swaminathan. 2002. Are Dividend Changes A Sign of Firm Maturity?. *Journal of Business* 75, 387 – 424
- Gunasekarage, A. dan D.M. Power. 2006. Anomalous Evidence in Dividend and Announcement Effect. *Managerial Finance*. Vol. 32 No. 3, 209 - 226
- Hidayati, A.M. 2014. Analisis Harga Saham dan Rata-rata Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date (Studi pada Emiten Indeks Kompas-100). *Trikonomika*. Vol. 13 No. 1, 101 – 107
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2009. Standar Akuntansi Keuangan Nomor 22. Jakarta : Salemba Empat
- Indriyani, Devi. dan Dwi Ratmono. 2014. Kebijakan Dividen dan Pembelian Kembali Saham : Pengujian Life Cycle Theory. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol 3 No. 2, 1 – 10
- Joshi, A. Balkrishna. dan Manas Mayur. 2017. A Study on the Impact of Dividend Announcement on Stock Price. *Journal of Advance in Social Science and Humanities*. ISSN : 2395 – 6542
- Klein, A. dan J. Roosenfeld. 1987. The Influence of Market Conditions on Event-Study Residuals. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 22 No. 3, 345 – 351
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*. Vol. 46 No. 2, 97 – 113
- Miller, M.H. dan F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares. *Journal of Business*, Vol. 34, 411 – 433
- Mirdah, A. dan A. Solikhin. 2010. Analisis Dampak Pengumuman Dividen terhadap Reaksi Pasar (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2008). *Jurnal Penelitian Universitas Jambi Seri Humaniora*. Vol. 12 No. 2, 1 – 8
- Ngoc, D Bao. dan Nguyen Chi Cuong. 2016. Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on Stock Return. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 8 No. 7, 207 – 215
- Setia Atmaja, L. 2008. *Teori & Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : Penerbit CV ANDI
- Subkhan, dan P.K. Wardani. 2012. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman *Dividend Initiation* dan *Dividend Ommision*. *Jurnal Dinamika Akutansi*. Vol. 4 No. 1, 27 – 35
- Sularso, R.A.. 2003. Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akutansi dan Keuangan*. Vol. 5 No. 1, 1 – 17
- Watts, R. 1973. The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*. Vol. 46 No. 2, 191 - 211

