

REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN DIVIDEN TUNAI (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN LQ-45)

Akhsani Lubis Dwi Saputra, Darsono¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH. Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study to analyze market reaction to the announcement of cash dividends on listed companies LQ-45 from February and August 2014. With the event window for 31 days and 15 days the researchers tried to see if there is a difference of abnormal return before and after the ex-dividend date.

The sampling technique used is purposive sampling and number of samples used is 45 from manufactur industries. This study uses secondary data including historical daily closing stock price, market index LQ-45 and the schedule of cash dividends. The analysis technique used is Event Study Method.

The result showed that abnormal return obtained by investors after the date of the announcement rated investors as a signal of bad (bad news) because investors believe stock prices will fall after the announcement. However, the market is no longer reacting above 7 days after the ex-dividend date.

Keywords: Cash Dividend Announcement, Abnormal Return, Return Stocks, Market Adjust Model, Event Study, and the Ex-Dividend Date.

PENDAHULUAN

Pasar modal menurut Undang-undang Pasar Modal no. 8 tahun 1995 merupakan suatu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Instrumen-instrumen keuangan yang diperjualbelikan di pasar modal yakni meliputi saham, obligasi, *warrant*, dan *right*. Di dalam pasar modal terdapat beragam informasi yang didapat dari emiten yang dapat dikaitkan dengan *corporate action*. Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2011), *corporate action* merupakan aktivitas emiten yang berpengaruh terhadap jumlah saham yang beredar dan berpengaruh terhadap harga saham di pasar. Aktivitas-aktivitas *corporate action* meliputi penerbitan *right*, *stock split*, pembagian saham bonus, dan pembagian dividen baik dalam bentuk *stock dividend* maupun *cash dividend*. *Corporate action* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap investor sebab akan mempengaruhi jumlah saham yang beredar, kepemilikan saham, dan pergerakan harga saham terlebih lagi saat mendekati *ex-dividend date*. *Ex-dividend date* adalah tanggal dimana perdagangan saham sudah tidak memuat lagi hak untuk mendapatkan dividen.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Abbas (2014), dan Suwanna (2012). Adapun pengembangannya yaitu dengan mengubah teknik perhitungan model *expected return* dari *market model* menjadi *market-adjusted model*. Seperti yang diketahui *expected return* digunakan dalam perhitungan *abnormal return*. Sedangkan objek penelitian ini adalah perusahaan yang masuk LQ-45. Adapun *event window* periodenya jauh lebih pendek yaitu 31 haridan 15 hari.

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti dan menemukan bukti empiris reaksi pasar atas pengumuman dividen tunai pada perusahaan LQ-45.

¹Corresponding author

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dividend Irrelevance Theory adalah teori yang menganalisis kebijakan dividen dengan menggunakan asumsi, pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional namun kenyataannya sulit ditemui pasar modal yang sempurna, tidak ada biaya emisi saham baru tapi kenyataannya biaya emisi saham baru (*flotation cost*) itu masih ada, dan tidak ada pajak namun kenyataannya pajak pasti ada. Berdasarkan asumsi tersebut, Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa harga saham harus sedemikian rupa agar *required rate of return* setiap saham sama pada interval waktu tertentu di pasar keseluruhan. Sehingga berdasarkan asumsi tersebut harga saham saat ini adalah present value dari aliran dividen pada masa mendatang. Maka hal tersebut akan ditentukan oleh laba operasi yang sedang dan akan dihasilkan sepanjang perusahaan menjalankan semua proyek yang memiliki NPV positif dan tidak ada biaya untuk akses dana di pasar modal, sehingga perusahaan dapat membayar dividen dari berbagai level, dari tidak membayarkan hingga membayarkan seluruh laba sebagai dividen (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008:594).

Bird in the hand theory dalam ketepatan dan kecermatan tergantung dari sejauh mana persepsi pemegang saham mengenai risiko yang terdapat dalam reinvestasi yang dilakukan perusahaan, dengan reinvestasi dividen di tempat lain, jika investor memiliki alternative lain di samping menggunakan dividen yang diterimanya seperti berinvestasi pada asset yang risikonya lebih rendah, maka teori ini dapat berlaku. Gordon dan Lintner (1959) menyatakan bahwa uang yang diterima dalam bentuk dividen nilainya lebih tinggi dari uang yang terdapat pada *retained earning* sehingga kebijakan dividen relevan terhadap nilai dari suatu perusahaan.

Tax Preference Theory memberikan pandangan bahwa pendapatan yang relevan bagi investor baik dividen maupun *capital gain* adalah pendapatan setelah pajak, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan, juga setelah pajak (Litzenberger dan Ramaswamy 1979).

Bajaj dan Vijh (1990) dalam *Clientele Effect Theory* menjelaskan kelompok (*Clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* (DPR) yang tinggi.

Residual Dividend Theory adalah dividen yang dibayarkan, hanya untuk yang masih memiliki *residual earning* setelah perusahaan memenuhi kebutuhan investasinya (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008:604).

Dividend signaling theory menyatakan bahwa pengumuman pada perubahan *cash dividend* memuat informasi yang menyebabkan munculnya reaksi pada harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dirasa investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa yang akan datang. Ross, Westerfield, dan Jaffe (2008:603) juga menyatakan bahwa apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, akan memberikan sinyal kepada investor tentang kenaikan laba perusahaan di masa mendatang. Dengan adanya *asymmetric information* antara manajer dan investor, membuat para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal untuk mengetahui prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang artinya perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Dan sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang artinya perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif. Namun sangat jarang perusahaan memotong atau menurunkan pembayaran dividen di masa yang akan datang.

Return

Menurut Tandelilin (2001:47) return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinteraksi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Menurut Jones (2000:124) return dapat berupa *yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk dividen), dan berupa *capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga

saham pada saat penjualan. Hal tersebut diperkuat oleh Corrado dan Jordan (2000:5) yang menyatakan bahwa return dari investasi adalah *cash flow* dan *capital gain (loss)*. return saham dapat dibagi menjadi dua yaitu *Realized Return* (Return Realisasian) dan *Expected Return* (Return Ekspektasian).

Realized Return

Realized Return (Return Realisasian) merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$ = Return untuk sekuritas ke-i pada periode t.

$P_{i,t}$ = Harga sekuritas ke-i pada periode t.

$P_{i,t-1}$ = Harga sekuritas ke-i pada periode t - 1.

Expected Return

Expected Return (Return Ekspektasian) yang merupakan return ekspektasian merupakan return yang diharapkan yang akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Terdapat tiga model perhitungan *expected return*, yaitu:

Mean-adjusted Model

Model disesuaikan rata-rata (*Mean-adjusted Model*) menganggap bahwa *expected return* yang bernilai konstan sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*):

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i-j}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

R_{i-j} = *Return realisasi* sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) sering disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event period*).

Market Model

Perhitungan *expected return* dengan model pasar (*Market Model*) dilakukan dengan dua tahap, yaitu pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan kedua menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *expected return* di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_j \cdot R_{Mj} + \delta_{i,j}$$

Keterangan:

R_{ij} = Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α = *Intercept* untuk sekuritas ke-i

β = Koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

RM_j = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j dihitung dengan rumus:

$RM_j = (IHSG_j - IHSG_{j-t}) / IHSG_{j-1}$

δ_{ij} = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

Market-adjusted Model

Model disesuaikan pasar (*Market-adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut (Jogiyanto, 2008:445). Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar, berikut formulasinya:

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected Return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{M,i,t}$ = return pasar dari sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Return indeks pasar juga bisa dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut :

$$E(R_{i,t}) = \frac{IHSG_{M,t} - IHSG_{M,t-1}}{IHSG_{M,t-1}}$$

Dalam penelitian ini, model yang digunakan adalah *Market-adjusted Model* karena model ini mengestimasi return sekuritas berdasarkan return indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. Hal ini dilakukan untuk meyakinkan peneliti bahwa reaksi yang terjadi adalah akibat dari peristiwa yang diamati dan bukan karena peristiwa lain yang dapat mempengaruhi peristiwa yang akan diamati.

Abnormal Return

Menurut Jogiyanto (2008), *abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terhadap normal return yang merupakan return yang diharapkan oleh investor (*expected return*). *Abnormal return* sering digunakan sebagai dasar pengujian kandungan informasi dari suatu pengumuman peristiwa dan yang pada akhirnya akan digunakan untuk menguji efisiensi pasar. *Abnormal return* merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi, berikut rumusnya:

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

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = Return tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode ke-t.

$R_{i,t}$ = Return sesungguhnya yang terjadi pada sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t.

$E(R_{i,t})$ = Return ekspektasi untuk sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t.

Hipotesis Pertama

H_0 = Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

H_a = Terdapat perbedaan *abnormal return* antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

Hipotesis Kedua

Ho = Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

Ha = Terdapat perbedaan *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini adalah *Abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi. *Actual return* adalah return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih dari harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya t-1. Sedangkan *expected return* merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan. Adapun harga saham yang dijadikan acuan yaitu pada saat penutupan harian (*closing price*) yang digunakan untuk menghitung return yang sesungguhnya (*actual return*) dan tanggal peristiwa pada t0 adalah pada saat tanggal *ex-dividend date*. Selanjutnya indeks LQ-45 yang digunakan untuk menentukan return pasar (Rmt) sebagai indikator perubahan harga pasar harian.

Penentuan Sampel

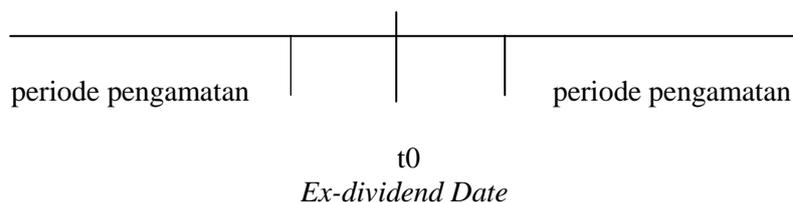
Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang masuk dalam indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode Februari – Juli 2014 dan Agustus Tahun 2014 – Januari 2015. Data mengenai perusahaan diperoleh dari daftar perusahaan yang telah dipublikasikan di www.idx.co.id.

Penentuan jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada metode *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel yang digunakan adalah Perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen tunai di Tahun 2014 dan Emiten tersebut tidak melakukan *corporate action* (*stock split*, dan kebijakan *right issue*) lain selama periode penelitian.

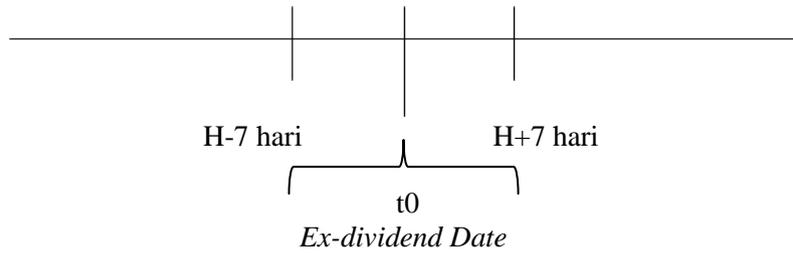
Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan studi peristiwa (*Event Study Method*). Event pada penelitian ini adalah pengumuman dividen tunai yang tercermin pada t0 = *ex-dividend date* di pasar tunai. Peneliti mencoba meneliti *abnormal return* yang dijadikan sebagai proksi reaksi pasar yang terjadi atas adanya pengumuman dividen tunai melalui *ex-dividend date*. Adapun langkah-langkah analisis data sebagai berikut :

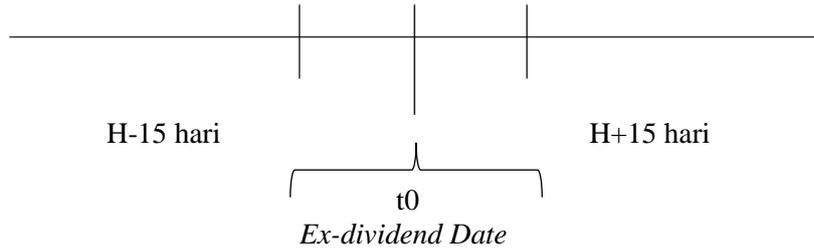
1. Mengumpulkan sampel perusahaan yang mempunyai suatu peristiwa yang ingin diteliti.
2. Menentukan dengan tepat hari atau tanggal pengumuman dan menentukan sebagai hari t0



3. Menentukan periode penelitian atau *event window*.
 a. *Event window* 15 hari:



- b. *Event window* 31 hari:



4. Untuk setiap sampel dilihat *actual returnnya* atau return realisasian.
Actual return adalah return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih dari harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya t-1.

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

Keterangan:

$R_{i,t}$ = Return untuk sekuritas ke-i pada periode t.

$P_{i,t}$ = Harga sekuritas ke-i pada periode t.

$P_{i,t-1}$ = Harga sekuritas ke-i pada periode t - 1.

5. Dilihat indeks pasarnya

Expected return merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan (Jogiyanto, 2008). Dalam penelitian ini, model yang digunakan adalah *Market-adjusted Model* karena model ini mengestimasi return sekuritas berdasarkan return indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi.

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{M,i,t}$ = Return pasar dari sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Return indeks pasar juga bisa dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut :

$$E(R_{i,t}) = \frac{IHS_{Gm,t} - IHS_{Gm,t-1}}{IHS_{Gm,t-1}}$$

6. Hitung *abnormal return* dari *actual return* dikurangi indeks pasar (*expected return*). Menurut Jogiyanto (2008) *abnormal return* merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi, berikut rumusnya:

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

Keterangan:

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

$R_{i,t}$ = *Actual return* untuk sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t.

$E(R_{i,t})$ = *Expected return* untuk sekuritas ke-i pada peristiwa ke-t.

7. Menghitung *average abnormal return* dari keseluruhan sampel.

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

Keterangan:

AAR_{nt} = *Average abnormal return* pada hari ke t.

$AHR_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke-i pada periode ke-t.

n = Jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi sampel penelitian

Berdasarkan dengan kriteria pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling*, didapatkan 45 sampel. Adapun kriteria pengambilan sampel dapat dilihat pada tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1
Kriteria Pengambilan Sampel

Kriteria	Jumlah
Jumlah perusahaan publik yang terdaftar Indeks LQ-45 Periode Februari dan Agustus Tahun 2014	50
Tidak membagikan dividen tunai di tahun 2014	(4)
Menerbitkan <i>right issue</i> dan <i>stock split</i>	0
Tidak memiliki kelengkapan data	(1)
Total Sampel	45

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa berdasarkan kriteria *purposive sampling*, maka jumlah perusahaan yang bisa digunakan untuk menjadi sampel berjumlah 50. Penelitian ini dilakukan dalam periode Februari dan Agustus tahun 2014 dimana perusahaan tersebut listing di indeks LQ-45. Setelah mengeluarkan perusahaan dengan data yang tidak lengkap maka jumlah total sampel penelitian adalah 45.

Analisis Data

Untuk menjelaskan secara deskriptif mengenai variabel penelitian ini, maka terlebih dahulu akan dibahas mengenai rata-rata return saham, return pasar, rata-rata *abnormal return* pada saham LQ-45 sebelum dan sesudah *ex-dividend date*.

Tabel 2
Descriptive Statistics

Periode Pengamatan	Rata-Rata Return Saham	Return Pasar	Rata-Rata Abnormal Return
H+15	-0,003	0,001	-0,004
H+14	-0,004	-0,001	-0,004
H+13	0,005	0,003	0,002
H+12	-0,001	0,004	-0,005
H+11	0,005	0,001	0,004
H+10	-0,005	-0,006	0,001
H+9	-0,001	0,0003	-0,002
H+8	0,008	0,004	0,004
H+7	0,005	0,006	-0,001
H+6	-0,004	-0,001	-0,003
H+5	0,004	0,001	0,003
H+4	0,003	0,002	0,001
H+3	0,004	0,002	0,001
H+2	0,003	0,001	0,002
H+1	-0,001	-0,001	-0,0001
H	0,000	0,000	0,000
H-1	-0,0005	0,001	-0,001
H-2	0,007	0,001	0,006
H-3	0,003	0,001	0,002
H-4	0,002	-0,003	0,005
H-5	0,004	0,0002	0,004
H-6	0,005	0,003	0,002
H-7	0,004	0,001	0,003
H-8	0,006	-0,001	0,007
H-9	0,001	0,003	-0,002
H-10	-0,007	-0,0004	-0,006
H-11	0,004	0,003	0,001
H-12	0,002	-0,001	0,003
H-13	0,006	0,004	0,002
H-14	0,002	0,001	0,001
H-15	-0,012	-0,010	-0,002

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Return Saham dan Return Pasar

Berdasarkan dari Tabel 4.2 dapat disusun grafik rata-rata return saham, return pasar, dan *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan periode pengamatan selama 31 hari dan 15 hari.

Pada periode pengamatan 15 hari, return saham menunjukkan terjadi adanya penurunan di H-6 sampai H-4 yang kemudian naik 0.007 di H-2 dan kembali turun signifikan ke angka negatif -0.0005 di H-1. Namun setelah itu return saham hingga H+5 berfluktuasi naik dan akan tetapi kembali terjadi penurunan yang signifikan pada H+6 di angka -0.004, kemudian pada akhirnya naik positif ke titik aman H+7 sebesar 0.005.

Sedangkan untuk return pasar pada H-7 mengalami kenaikan ke titik H-6 namun setelah itu terjadi penurunan hingga bernilai negatif -0.003 di H-4, dan kemudian berfluktuasi naik hingga pada akhirnya turun menjelang *ex-date* ke angka negatif-0.001, akan tetapi setelah *ex-date* terjadi kenaikan selama tiga hari, yang kemudian kembali terjadi penurunan sampai ke angka negatif pada H+6 sebesar -0.001, dan di H+7 mengalami kenaikan yang signifikan dari titik negatif ke titik positif sebesar 0.006.

Pada periode pengamatan 31 hari, return saham dan return pasar keduanya menunjukkan adanya kenaikan yang signifikan dari angka negatif ke positif yaitu pada H-15 sampai dengan H-13 secara simultan. Dan di H-10 return saham mengalami penurunan yang signifikan sampai bernilai negatif yaitu -0.007, namun setelah itu kembali naik ke angka positif 0.006 di H-8 meskipun pada saat itu return pasar bergerak turun berlawanan dengan return saham, hingga menyentuh angka -0.005.

Pada H+8 grafik return saham dan return pasar keduanya bergerak menurun secara simultan hingga H+10 ke titik negatif -0.005 dan -0.006. Namun setelah itu keduanya mengalami kenaikan di H+11, akan tetapi pada H+12 return saham dan return pasar bergerak berlawanan, return saham bergerak turun sedangkan return pasar condong bergerak naik. Setelah bergerak turun, return saham kembali ke titik aman pada H+13 0.005. Dan di 14 hari setelah *ex-dividend date* akhirnya keduanya mengalami penurunan -0.004 untuk return saham dan -0.0005 untuk return pasar.

Abnormal Return

Peristiwa pengumuman dividen tunai yang terjadi dapat mempengaruhi reaksi pasar yang dapat ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang berarti bahwa suatu peristiwa mengandung informasi. *Abnormal return* yang positif berarti menunjukkan suatu peristiwa memberikan berita baik (*good news*) bagi pelaku pasar (investor), sebaliknya *abnormal return* yang negatif menunjukkan bahwa suatu peristiwa mengindikasikan berita buruk (*bad news*) bagi pelaku pasar (investor).

Pada periode pengamatan 15 hari, AAR terjadi fluktuasi positif dari H-7 sampai dengan H-2. Meskipun naik turun, AAR menunjukkan peningkatan yang stabil hingga menyentuh angka 0.006. Setelah itu menjelang *ex-date* pada H-1, terjadi penurunan yang signifikan dari angka 0.006 ke titik negatif -0.001, yang kemudian berfluktuasi naik hingga H+5 di angka 0.003, dan mengalami penurunan yang signifikan di angka negatif sebesar -0.003 enam hari setelah *ex-date*.

Pada periode pengamatan 31 hari sebelum *ex-date* menunjukkan adanya kenaikan selama 3 hari dari H-15 hingga H-12 yaitu dari angka -0.002 ke 0.003. Namun setelah itu AAR mengalami penurunan yang signifikan hingga bernilai negatif pada H-10 yaitu sebesar -0.006. Dan tidak lama kemudian terjadi pergerakan luar biasa, yaitu dari H-10 hingga H-8 AAR mengalami kenaikan tajam dari -0.0064 ke angka tertinggi 0.007.

Paska peristiwa *ex-date* menunjukkan AAR berfluktuasi positif di 7 hari sampai dengan 11 hari setelah *ex-date*. AAR cenderung bergerak naik turun ke titik positif. Namun pada H+12 AAR mengalami penurunan yang signifikan ke angka negatif sebesar -0.005 dan sempat naik di H+13 yang kemudian akhirnya kembali turun stabil di angka negatif pada H+14 -0.004 dan H+15 -0.004.

Pengujian Normalitas Data

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah data tersebar secara normal atau tidak. Sebelum melakukan uji statistik langkah awal yang harus dilakukan adalah *screening* terhadap data yang akan diolah. Dalam penelitian ini pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji beda (*T-test*) untuk sampel yang berhubungan (*Paired Samples T-Test*). Asumsi yang digunakan untuk penggunaan alat statistik tersebut yaitu data harus terdistribusi secara normal. Untuk mendeteksi normalitas data rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai digunakan uji *One-Sample Kolmogorov Smirnov Test*. Langkah awal yang harus dilakukan adalah dengan menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu:

- H_0 : data terdistribusi secara normal
- H_a : data tidak terdistribusi secara normal

Jika hasil pengolahan data *One-Sample Kolmogorov Smirnov Test* menghasilkan probabilitas signifikansi dibawah 5% (0,05) berarti hipotesis nol ditolak atau data variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Berikut ini hasil pengujian normalitas data rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai.

Tabel 4.3
Uji Normalitas Data One-Sample Kolmogorov Smirnov Test
Rata-rata Abnormal Return (AAR) LQ-45
Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen Tunai
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Abnormal Return 7 Hari Sebelum	Abnormal Return 7 Hari Sesudah	Abnormal Return 15 Hari Sebelum	Abnormal Return 15 Hari Sesudah
N		45	45	45	45
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0029	.0003	.0015	-.00006
	Std. Deviation	.007	.005	.005	.004
Most Extreme Differences	Absolute	.120	.086	.160	.135
	Positive	.120	.049	.107	.103
	Negative	-.085	-.086	-.160	-.135
Kolmogorov-Smirnov Z		.804	.578	1.075	.903
Asymp. Sig. (2-tailed)		.538	.892	.198	.388

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Output SPSS 19 (data diolah, 2015)

Dari Tabel 4.3 di atas menunjukkan bahwa data rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai dengan periode pengamatan 15 hari maupun 31 hari terdistribusi secara normal dengan probabilitas signifikansi sebesar 0.538, 0.892, 0.198, dan 0.388. Semua hasil menunjukkan di atas 0.05. Dengan demikian H_0 diterima atau H_a ditolak.

Pengujian Hipotesis

Perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai periode pengamatan 15 hari maupun 31 hari diuji dengan menggunakan uji beda dua rata-rata, yaitu dengan *Paired Samples T-test* yang bertujuan untuk membandingkan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai. Hasil perhitungan menggunakan uji beda dua rata-rata dengan *Paired Samples T-test* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.4
Uji Beda Dua Rata-rata Paired Samples T-test
Rata-rata Abnormal Return (AAR) LQ-45
Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen Tunai

		Paired Samples Test							
		Paired Differences					T	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Abnormal Return 7 Hari Sebelum - Abnormal Return 7 Hari Sesudah	.002	.008	.001	.00001	.005	2.030	44	.048
Pair 2	Abnormal Return 15 Hari Sebelum - Abnormal Return 15 Hari Sesudah	.001	.006	.001	-.0004	.003	1.556	44	.127

Sumber: Output SPSS 19 (data diolah, 2015)

Pengujian Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H_0 = Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

H_a = Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

Pengambilan keputusan menggunakan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$ dengan ketentuan sebagai berikut :

- Jika tingkat signifikansi < 0.05 , maka H_a diterima dan H_0 ditolak.
- Jika tingkat signifikansi > 0.05 , maka H_a ditolak dan H_0 diterima.

Berdasarkan tabel 4.4 hasil SPSS 19 menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai adalah negatif dan terdapat perbedaan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ antara rata-rata *abnormal return* antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai selama periode pengamatan. Hal ini tercermin pada nilai signifikansi sebesar 0.048, dengan demikian H_a diterima dan H_0 ditolak ($0.048 < 0.005$). Hasil uji beda tersebut juga menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* 7 hari sebelum *ex-date* lebih besar dari pada *abnormal return* 7 hari sesudah *ex-date* ($0.0029 > 0.0003$).

Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H_0 = Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

H_a = Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai.

Pengambilan keputusan menggunakan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$ dengan ketentuan sebagai berikut :

- Jika tingkat signifikansi < 0.05 , maka H_a diterima dan H_0 ditolak.
- Jika tingkat signifikansi > 0.05 , maka H_a ditolak dan H_0 diterima.

Berdasarkan Tabel 4.4 hasil SPSS 19 menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai adalah negatif dan tidak terdapat perbedaan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ antara rata-rata *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai selama periode pengamatan. Hal ini tercermin pada nilai signifikansi sebesar 0.127, dengan demikian H_a ditolak dan H_0 diterima ($0.127 > 0.005$). Hasil uji beda tersebut juga menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* 15 hari sebelum *ex-date* lebih besar dari *abnormal return* 15 hari sesudah *ex-date* ($0.0015 > -0.00006$).

KESIMPULAN

Pada periode pengamatan 15 hari menunjukkan pasar bereaksi negatif dan terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman dividen tunai pada perusahaan yang terdaftar di LQ-45. Hal ini didasarkan atas hasil dari pengujian uji beda dua rata-rata dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0.05$) yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar $0.048 < 0.05$, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa H_a diterima dan H_0 ditolak. Dengan demikian *abnormal return* yang bergerak negatif yang diperoleh investor setelah *ex-dividenddate* dianggap investor sebagai sinyal buruk (*bad news*) karena pada saat setelah *ex-dividend date* diyakini investor harga saham akan turun. Sebaliknya, jika *abnormal return* yang diperoleh investor sebelum *ex-dividend date* dianggap sebagai sinyal baik (*good news*) oleh investor karena saat sebelum *ex-dividend date* investor akan mendapatkan dividen tunai pada saat *record date*.

Pada periode pengamatan 31 hari menunjukkan pasar bereaksi negatif dan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman dividen tunai pada perusahaan yang terdaftar di LQ-45. Hal ini ditunjukkan atas hasil dari pengujian uji

beda dua rata-rata dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0.05$) yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar $0.127 > 0.05$, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak. Dengan demikian dalam jangka waktu di atas 7 hari paska *ex-dividend date*, pasar tidak lagi bereaksi, dan *abnormal return* cenderung kembali bergerak stabil.

REFERENSI

- Abbas, Ghada. 2014. 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*, Vol. 5, pp. 130-136.
- Akbar dan Baig. 2010. Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 15: pp. 103-125.
- Al-Shattarat et al. 2013. Dividend Signalling Hypothesis In Emerging Markets. *The Journal of Applied Business Research*. Volume 29, page 2.
- Bawazier, S., A. 1991. *Pasar Modal Sebagai Wahana Dana Murah. Manajemen dan Usahawan Indonesia. No. 11 Tahun XX*. Jakarta: Lembaga Manajemen FE-UI.
- Bajaj, M., dan A.M. Vijh. 1990. *Dividend Clienteles, and The Information Content of Dividend Change. Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 193-219.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" Fallacy. *Journal of Economics*, Vol. 10, No. 259-270.
- Blandon, Josep Gracia dan Blasco, Monica Martinez. 2012. The Ex-Dividend Day Anomaly in the Spanish Stock Market. *Journal of CENTRUM Cathedra*. Volume 5, Issue 1, 2012. 102-114
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F..2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Buku 1, Edisi Kesepuluh*. Jakarta : Salemba Empat.
- Brigham & Houston. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 2 Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Corrado, Charles J. dan Jordan, Bradford D, 2000. *Fundamentals of Investment. Analisis. Fourth Edition*. Singapore: Mc Graw-Hill.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy, M. Fakhruddin. 2011. *Pasar Modal di Indonesia. Edisi Ketiga*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fama, E.F. and H. Babiak. 1968. Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Jornal of American Statistical Association*. 63: 1132-1161.
- Fama, Eugene F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25: pp. 383-417.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Undip.

- Gitman, Lawrence J. 2006, *Principles of Managerial Finance (11th ed.)*. Boston: Addison Wesley.
- Jogiyanto. 2005. *Pasar Efisien secara Keputusan Edisi Pertama*. PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima, BPFE. Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2009. *Analisis dan Desain*. Yogyakarta : Andi OFFSET.
- Jogiyanto. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Edisi Pertama, BPFE. Yogyakarta.
- Jones, R dan M. Pendlebury. 2000. *Public Sector Accounting. 5th Edition*. London : Pitman Publishing.
- Lintner, J., 1956, Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economics Review*, 97-113.
- Litzenberger, R.H., dan K. Ramaswamy. 1979. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.
- MacKinlay, A. Craig,. 1977. Event Studies in Economic and Finance., *Journal of Economic Literature*.
- Mehndiratta dan Gupta. 2010. Impact of Dividend Announcement on Stock Prices. *International Journal of Information Technology and Knowledge Management*, Volume 2, No. 2, pp. 405-410.
- Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. Vol. 34 (4): 411-433.
- Peterson, Pamela. 1989. Event Studies : A Review of Issues and Methodology. Quarterly. *Journal of Business and Economics*, Summer, Vol. 28 No.3, h.33-36.
- Prayitno, Yogo Heru. 2012. Pekan Ilmiah Dosen FEB UKSW, *Abnormal Return Di Sekitar Tanggal Pengumuman Pembagian Dividen Setelah Lama Tidak Membagi: Study Peristiwa Berbasis Data Intraday*.
- Ross, A. S., R. W. Westerfield., dan B. D. Jordan. 2008. *Fundamentals of Corporate Finance, 9th Ed*. New York: Mc Graw-Hill.
- Salminen. 2008. Abnormal Returns of Dividend Announcements During a Boom And a Recession. *Thesis*. Finance. Lappeenranta University Of Technology. Lappeenranta
- Sant, Rajiv dan Ferris, Stephen. 1994. Seasoned Equity Offering: The Cases of All Equity Firm, *Journal of Business Finance and Accounting (JBFA)*, 21 (3), April, p.429-444.

Sharma dan Pandey. 2013. Dividend Signalling And Market Efficiency In Emerging Economy. *International Journal of Finance & Accounting Studies*, ISSN 2203-4706, Vol. 2 No. 2.

Sheel dan Zhong. 2005. Cash Dividend Announcements and Abnormal Returns in Lodging and Restaurant Sectors. *Journal of Hospitality Financial Management*. Vol. 13.

Skousen, et al. 2001. *Akuntansi Keuangan, Konsep dan Aplikasi, Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.

Sukirno. 1985. *Ekonomi Pembangunan: Proses, Masalah dan Dasar Kebijakan*. Jakarta: FE-UI.

Suwanna. 2012. Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. Number 40 : 721-725. www.sciencedirect.com

Sunariyah. 2003. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta : UUP AMP YKPN.

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama*. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.

Tandelilin, Eduardus MBA, CWM. 2010. *Portofolio dan Investasi Edisi Pertama*. Yogyakarta : Kanisius.

www.britama.com

www.idx.co.id

www.finance.yahoo.com

Yang dan Wu. 2014. Price and Volume Reactions to Cash Dividend Announcements. *The International Journal of Business and Finance Research*. Vol. 8 No. 4.

Zainafree. 2005. Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Pembayaran. Dividen Tunai Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Universitas Diponegoro.