

REAKSI PASAR PADA PERUSAHAAN YANG MENGUMUMKAN PERUBAHAN DIVIDEN TUNAI PERIODE 2009-2011

I Gusti Ayu Trisana Dewi
Ni Ketut Rasmini

Program Ekstensi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana
e-mail: trisana.dewi@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan mengetahui reaksi pasar dari pengumuman dividen tunai meningkat, dividen tunai menurun, dan dividen tunai konstan. Penelitian menggunakan pendekatan *event study* dengan melakukan pengamatan pada *abnormal return* selama periode pengamatan yaitu 4 hari sebelum pengumuman sampai dengan 4 hari setelah pengumuman. Metode penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah *one sample t-test* dan model yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* berupa *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* adalah *Market Adjusted Model*. Hasil menunjukkan bahwa (1) Pasar bereaksi positif pada pengumuman dividen tunai meningkat yang terjadi 1 hari sebelum pengumuman dan 4 hari setelah pengumuman, (2) Pasar bereaksi negatif pada pengumuman dividen tunai menurun yang terjadi 1 hari setelah pengumuman, (3) Pasar bereaksi negatif pada pengumuman dividen tunai konstan yang terjadi 1 hari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen tunai meningkat, dividen tunai menurun dan pengumuman pembayaran dividen tunai konstan mempunyai *information content*, yaitu *good news* atau *bad news*.

Kata kunci: *abnormal return*, *event study*, reaksi pasar, pengumuman dividen tunai

ABSTRACT

This research aims to investigate the market reaction from the announcement of cash dividend increases, cash dividend decreases and cash dividend constant. Research using event study approach consists of observing abnormal return during event period is 4 days before the announcement until to 4 days after the announcement. The research method used to hypothesis test is one sample t-test and the model used to calculate abnormal return in the form of Average Abnormal Return (AAR) and Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) is the Market Adjusted Model. The results showed that (1) The market reacted positively to the announcement of cash dividend increases that occurred one day before the announcement and 4 days after the announcement, (2) The market reacted negatively to the announcement of cash dividend decreases that occurred 1 day after the announcement, (3) The market reacted negatively to the announcement of cash dividend constant that occurred 1 day after the announcement. This suggests that the announcement of cash dividend increases, dividend decreases and announcements of cash dividend constant have information content, which is good news or bad news.

Keywords: abnormal return, event study, market reaction, the announcement of cash dividend

PENDAHULUAN

Bowman (1983) dalam Hartono (2010) mendefinisikan studi peristiwa sebagai suatu studi yang meneliti tentang perilaku harga sekuritas dalam suatu reaksi pasar dari pengumuman ataupun peristiwa. Peristiwa/pengumuman tersebut mengandung informasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan dampaknya terhadap semua perusahaan di pasar modal baik secara sistemik atau nonsistemik. Peristiwa ataupun pengumuman tersebut misalnya, peristiwa pemilihan presiden, peristiwa meledaknya bom bali, peristiwa skandal Bank Century, pengumuman dividen, pengumuman merger, pengumuman *stock split*, pengumuman laba, pengumuman produk baru dan lain sebagainya. Pengumuman dividen tunai merupakan salah satu pengumuman yang disampaikan oleh manajemen perusahaan yang terkait dengan pembagian atas pendapatan perusahaan berupa dividen kepada para pemegang saham sebesar jumlah lembar saham yang dimilikinya (Basyori, 2008). Jika suatu pengumuman dividen tunai disampaikan ke pasar dan menimbulkan reaksi, maka dapat disimpulkan bahwa informasi pengumuman dividen tunai tersebut memiliki kandungan informasi, baik itu informasi yang memiliki kabar yang baik (*good news*) ataupun kabar yang buruk (*bad news*). Umumnya informasi pengumuman dividen tunai meningkat menimbulkan reaksi yang positif yang ditandai dengan kenaikan harga saham disekitar tanggal pengumuman sehingga informasi tersebut dikatakan kabar yang baik (*good news*). Sebaliknya, jika informasi pengumuman dividen tunai menurun menimbulkan reaksi yang negatif yang ditandai dengan penurunan harga saham disekitar tanggal pengumuman, maka informasi tersebut dikatakan kabar yang

buruk (*bad news*). Atas kenaikan dan penurunan harga saham tersebut akan menimbulkan *abnormal return*.

Bhattacharya (1979) dalam Widana dan Ratnadi (2008) menyebutkan bahwa kebijakan pembagian dividen dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) tidak ditentukan oleh manajemen tetapi oleh pemegang saham sehingga besar kecilnya dividen yang dibagikan sangat bergantung pada keinginan para pemegang saham. Lebih lanjut lagi, Hartono (2011: 30) mengungkapkan bahwa teori sinyal (*signaling theory*) pada pengumuman pembayaran dividen tidak relevan dilakukan di Indonesia karena jumlah nilai yang dibayarkan sebagai dividen ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), bukan sebagai sinyal karena tidak dihubungkan dengan kemampuan perusahaan menghasilkan aliran kas masa depan. Pendapat relevansi mengenai preferensi terhadap dividen bahwa para pemegang saham cenderung lebih menyukai dividen tunai dalam jumlah yang relatif besar karena memiliki tingkat kepastian yang tinggi dan isyarat keuangan akan kinerja perusahaan jika dibandingkan dengan laba ditahan. Selain itu, pembayaran dividen yang cukup tinggi akan mengurangi laba ditahan sehingga dapat menyebabkan jumlah dana yang dikendalikan oleh pihak manajemen akan menjadi lebih sedikit. Semakin sedikit porsi laba ditahan dalam perusahaan maka akan meminimalisasi kecenderungan manajemen dalam memaksimalkan kepentingannya sendiri. Hal tersebut akan mengurangi konflik keagenan (*theory agency*).

Basyori (2008) mengungkapkan kebijakan dividen adalah suatu kebijakan manajemen dalam mengambil keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan

selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi untuk laba ditahan. Basyori juga menambahkan bahwa semakin besar dividen yang dibagikan maka akan memperkecil sisa dana intern perusahaan yang dapat dipergunakan untuk mengembangkan perusahaan sebagai reinvestasi dan dana operasional yang digunakan sewaktu-waktu oleh perusahaan. Oleh karena itu, alokasi pembayaran dividen dan penentuan laba ditahan merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen.

Sejumlah penelitian menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan mengenai reaksi pasar pada pengumuman dividen tunai (Kurniasih,dkk, 2011; Akbar dan Baig, 2010; Urooj dan Nousheen, 2008; Campbell dan Chijioke, 2011; Zainafree, 2005; Serang, 2009; Setiawan dan Jogiyanto, 2003; Dasilas, 2005; Bandi dan Jogiyanto, 1999; Basyori, 2008; Capstaff et al, 2004; Anindhita, 2010). Penelitian tersebut mengungkapkan bahwa terdapat reaksi pasar yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen tunai yang ditunjukkan dengan adanya *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) karena terdapat *information content* didalam pengumuman dividen tunai tersebut. Lebih lanjut lagi, Zainafree (2005) mengungkapkan bahwa kebocoran informasi sebelum pengumuman dividen tunai dapat disebabkan oleh kebocoran informasi dari hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang menyebabkan informasi pengumuman dividen tunai lebih dahulu diketahui oleh publik sehingga terjadi reaksi pasar yang signifikan sebelum tanggal pengumuman dividen tunai.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini meneliti 91 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan secara konsisten mengumumkan dividen tunai dari tahun 2009, 2010, dan 2011. Berdasarkan data sekunder melalui *IDX Quarterly Statistics (Cumulative Data)* tahun 2009, 2010, dan 2011 terdapat 164 pengumuman dividen tunai meningkat, 69 pengumuman dividen tunai menurun, dan 25 pengumuman dividen tunai konstan sehingga terdapat 258 pengumuman dividen tunai dengan menggunakan metode *purposive sampling* untuk penentuan sampel. Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*) dan pengujian hipotesis menggunakan uji statistik *one sample t-test*. Variabel bebas (X) pada penelitian ini adalah Pengumuman Dividen Tunai yang diukur dengan menggunakan Δ *Dividend per Share* (DPS). DPS sebagai perubahan dividen tahunan yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Serang, 2009;35).

$$\Delta \text{DPS} = \frac{\text{DPS } t - \text{DPS } t - 1}{\text{DPS } t - 1} \times 100\%$$

Keterangan:

DPS t = *dividend per share* tahun ke t

DPS t-1 = *dividend per share* sebelum tahun ke t

Variabel terikat (Y) pada penelitian ini adalah Reaksi Pasar yang diukur menggunakan *abnormal return* dengan model ekspektasi *Market Adjusted Model*. Model ini tidak menggunakan periode estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar (Hartono, 2010). Pengujian *Abnormal return* dalam penelitian ini dilakukan dengan menguji *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)*.

Langkah untuk mendapatkan *abnormal return* maka harus dikumpulkan data sebagai berikut (Hartono, 2010), yaitu (1) Harga saham harian sampel selama periode pengamatan/*closing price*, (2) Indeks saham sektoral harian sampel selama periode pengamatan, (3) *Return* sesungguhnya (*actual return*) diperoleh dengan mengurangkan harga saham pada periode tersebut dengan harga saham periode sebelumnya kemudian dibagi harga saham pada periode sebelumnya. (4) *Return* indeks pasar saham (Rmt) atau Indeks pasar dalam penelitian ini menggunakan sepuluh indeks saham sektoral tahun 2009-2011. (5) Menghitung *Abnormal Return (AR)* dengan *Market Adjusted Model*. (6) Langkah selanjutnya adalah menghitung *Average Abnormal Return (AAR)* selama periode penelitian. *Average Abnormal Return (AAR)* adalah rata-rata selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) dari seluruh perusahaan sampel selama *event period*. (7) Setelah menghitung *AR* atau *Abnormal Return* dan masing-masing saham diketahui lalu dihitung *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* yang merupakan penjumlahan *AAR* hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Persentase Δ *Dividend per Share* perusahaan yang mengalami perubahan kenaikan dividen tertinggi tahun 2009 adalah SMAR sedangkan perusahaan yang mengalami perubahan penurunan dividen tertinggi adalah BMRI. Selain itu, perusahaan yang mengalami perubahan peningkatan dividen tertinggi tahun 2010 adalah BBNI sedangkan perusahaan yang mengalami perubahan penurunan

dividen tertinggi adalah POOL. Pada tahun 2011, perusahaan yang mengalami perubahan peningkatan dividen tertinggi adalah ACES sedangkan perusahaan yang mengalami perubahan penurunan dividen tertinggi adalah BATA.

Reaksi Pasar pada Pengumuman Dividen Tunai Meningkatkan

Nilai AAR dan CAAR pada kelompok dividen tunai meningkat memperlihatkan reaksi yang positif selama 6 hari. Hal tersebut menunjukkan pasar bereaksi positif pada pengumuman dividen meningkat dan pasar menganggap bahwa pengumuman dividen tunai meningkat memiliki kandungan informasi yang baik (*good news*).

Tabel 1. Nilai AAR dan CAAR untuk Kelompok Pengumuman Dividen Tunai Meningkatkan

Periode	AAR	CAAR	t_{hitung} AAR	t_{hitung} CAAR	t_{tabel}
t-4	0,00178	0,00178	0,99963	0,99963	1,654
t-3	-0,00166	0,00012	-1,00214	0,07244	1,654
t-2	0,00838	0,00672	1,00336	0,80389	1,654
t-1	0,00574	0,01412	1,00311	2,49086	1,654
t 0	-0,03044	-0,02470	-1,00298	-0,81291	1,654
t+1	0,00269	-0,02776	1,00284	-9,67549	1,654
t+2	-0,00568	-0,00299	-1,00390	-0,52696	1,654
t+3	0,00570	0,00003	1,00267	0,00524	1,654
t+4	0,00160	0,00731	0,99981	4,68067	1,654

Sumber: Data diolah

Nilai t_{hitung} berada di daerah penolakan H_0 , jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ yang berarti terdapat AAR/CAAR positif signifikan dan t_{hitung} berada di daerah penerimaan H_0

jika $t_{hitung} < t_{tabel}$ yang berarti tidak terdapat AAR/CAAR positif signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen tunai meningkat. Diperoleh t_{tabel} sebesar 1,654, sehingga terdapat nilai CAAR positif yang signifikan pada periode sehari sebelum pengumuman (t-1) sebesar 2,49086 dan pada periode 4 hari setelah pengumuman sebesar 4,68067. Munculnya CAAR positif yang signifikan sehari sebelum pengumuman (t+1) menunjukkan adanya kebocoran informasi dimana investor sudah mengetahui adanya rumor tentang pengumuman dividen tunai meningkat sebelum emiten mengumumkan dividen tersebut secara resmi. Kebocoran informasi tersebut dapat dikarenakan investor memiliki informasi privat terkait pengumuman dividen meningkat dan menggunakannya kemudian menjual informasi tersebut. Proses penyebaran informasi tersebut menjadi tidak simetris sehingga pasar akan bereaksi secara lambat dan berkepanjangan sampai informasi tersebut diterima secara utuh dan penuh oleh investor. Hal tersebut dibuktikan dengan reaksi yang positif signifikan pada empat hari setelah pengumuman dividen naik (t+4) yang menunjukkan bahwa reaksi pasar positif terhadap pengumuman dividen tunai meningkat. Hal tersebut sesuai dengan teori yang mengatakan bahwa kenaikan dividen merupakan informasi yang positif (*good news*) bagi prospek perusahaan dimasa yang akan datang lebih baik atau lebih menguntungkan dari saat ini (Mulyati dalam Zainafree, 2005). Menurut Setiawan (2003), reaksi pasar yang signifikan setelah pengumuman menunjukkan pasar bereaksi secara lambat dan berkepanjangan sehingga pelaku pasar masih dapat menikmati keuntungan dari informasi yang telah dipublikasikan dalam

jangka waktu yang cukup lama dan mengindikasikan pasar tidak efisien secara informasi.

Tabel 2. Descriptive Statistic pada Pengumuman Dividen Tunai Meningkat

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR	9	-0,03044	0,00838	-0,0013213	0,01169709
CAAR	9	-0,02776	0,01412	-0,0028202	0,01422512
Valid N (listwise)	9				

Sumber : Data diolah

Pada Tabel 2 menampilkan nilai AAR tertinggi terjadi pada t-2 yaitu sebesar 0,00838, sedangkan nilai AAR terendah terjadi pada periode saat pengumuman (t0) yaitu sebesar -0,03044. Nilai CAAR tertinggi terjadi pada t-1 yaitu sebesar 0,01412. Nilai CAAR yang cukup tinggi pada hari tersebut dikarenakan terdapat beberapa saham yang mendapatkan *abnormal return* positif yang cukup tinggi yaitu PEGE 41%, LPGI 20,7%, INTA 16,57%, ASDM 15,9%, dan JRPT 10%.

Pada Tabel 1, terjadinya reaksi pasar yang yang menurun drastis pada saat tanggal pengumuman (t0) yang disebabkan karena investor merespon pengumuman tersebut sebagai informasi yang negatif akibat terjadinya kebocoran informasi pada periode sehari sebelum pengumuman (t-1) dipublikasikan dan investor menjual sahamnya yang mengakibatkan harga saham menurun sehingga dapat menurunkan *return* saham. Namun, sehari setelah pengumuman (t+1) *abnormal return* kembali mengalami kenaikan namun tidak signifikan.

Reaksi Pasar pada Pengumuman Dividen Tunai Menurun

Pengujian hipotesis kedua dilakukan pada kelompok sampel perusahaan yang mengumumkan dividen tunai menurun sebanyak 69 saham perusahaan. Tidak terdapat banyak nilai AAR dan CAAR yang negatif selama 9 hari periode pengamatan. AAR bernilai negatif hanya terjadi selama 4 hari sedangkan nilai CAAR bernilai negatif hanya terjadi pada t-2 dan t+1. Nilai t_{hitung} berada di daerah penolakan H_0 , jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ yang berarti terdapat AAR/CAAR negatif yang signifikan dan t_{hitung} berada di daerah penerimaan H_0 jika $t_{hitung} < t_{tabel}$ yang berarti tidak terdapat AAR/CAAR negatif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen tunai menurun. Hasil pengujian statistik *abnormal return* dapat dilihat pada Tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Nilai AAR dan CAAR untuk Kelompok Pengumuman Dividen Tunai Menurun

Periode	AAR	CAAR	t_{hitung} AAR	t_{hitung} CAAR	t_{tabel}
t-4	0,03105	0,03105	1,00747	1,00747	-1,667
t-3	0,00368	0,03472	1,00781	10,82368	-1,667
t-2	-0,00718	-0,00350	-1,00813	-0,48727	-1,667
t-1	0,11347	0,10629	1,00735	0,94273	-1,667
t 0	-0,01696	0,09650	-1,00706	5,21679	-1,667
t+1	-0,00404	-0,02101	-2,82146	-6,31541	-1,667
t+2	0,12183	0,11779	1,00534	0,97153	-1,667
t+3	0,11963	0,24146	1,00527	2,05982	-1,667
t+4	-0,01104	0,10859	-1,00781	8,55001	-1,667

Sumber: Data diolah

Diperoleh t_{tabel} sebesar -1,667, sehingga terdapat nilai AAR dan CAAR negatif yang signifikan pada periode sehari setelah pengumuman (t+1). Hal tersebut mengindikasikan bahwa informasi penurunan dividen merupakan informasi yang bernilai bagi investor untuk menilai prospek perusahaan dan membuktikan bahwa pada pengumuman dividen tunai menurun terkandung informasi yang buruk (*bad news*). Pasar bereaksi negatif secara signifikan dan cepat pada sehari setelah pengumuman karena investor menganggap penurunan pembayaran dividen tunai disebabkan karena perusahaan mengalami kesulitan likuiditas. Disisi lain, kebijakan dividen tunai menurun mengindikasikan bahwa laba perusahaan cenderung lebih digunakan untuk laba ditahan daripada jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Penggunaan laba ditahan untuk reinvestasi, pembiayaan program pengembangan perusahaan, pembayaran utang, dsb. Terjadinya reaksi saham yang negatif signifikan pada pengumuman dividen tunai menurun mengindikasikan juga bahwa investor menurunkan ekspektasi mereka terhadap kinerja dan kemampuan perusahaan sehingga terjadi penurunan harga saham (Zainafree, 2005).

Tabel 4. *Descriptive Statistic* pada Pengumuman Dividen Tunai Menurun

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR	9	-0,02101	0,24146	0,0790984	0,07975856
AAR	9	-0,01696	0,12183	0,0389362	0,06107181
Valid N (listwise)	9				

Sumber : Data diolah

Pada Tabel 4 menampilkan nilai AAR tertinggi terjadi pada periode t+2, yaitu sebesar 0,12183 dan nilai AAR terendah terjadi pada periode t0 yaitu sebesar -0,01696. Nilai CAAR tertinggi terjadi pada periode t+3 yaitu sebesar

0,24146, sedangkan nilai CAAR terendah terjadi pada periode t+1 yaitu sebesar -0,0210. Selain itu, nilai AAR minimum pada periode saat pengumuman (t0) sebesar -0,01696 disebabkan oleh penurunan harga saham yang cukup tinggi pada beberapa saham, diantaranya terjadi pada LMSH yaitu sebesar 23,6%, ASRM yaitu sebesar 21,5%, BRAM sebesar 19,4% dan SMAR sebesar 18,4%. Hal tersebut dikarenakan informasi penurunan dividen memiliki kandungan informasi yang menyebabkan investor menurunkan ekspektasinya terhadap prospek perusahaan tersebut dimasa yang akan datang sehingga pasar merespon secara negatif informasi dividen tunai menurun yang terkandung dalam pengumuman dividen yang menyebabkan harga saham mengalami penurunan yang cukup berarti.

Reaksi Pasar pada Pengumuman Dividen Tunai Konstan

Pengujian hipotesis ketiga dilakukan pada kelompok sampel perusahaan yang mengumumkan dividen tunai konstan sebanyak 25 saham perusahaan. Nilai t-hitung berada di daerah penolakan H_0 jika $t_{hitung} < -1,711$ yang berarti terdapat AAR/CAAR negatif signifikan disekitar tanggal pengumuman dan t-hitung berada di daerah penerimaan H_0 jika $t_{hitung} > -1,711$ yang berarti tidak terdapat AAR/CAAR negatif signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen tunai konstan. Hasil perhitungan AAR dapat dilihat pada Tabel 5, dimana tidak terdapat nilai AAR yang signifikan disekitar periode pengamatan namun terdapat nilai CAAR negatif yang signifikan yaitu -5,24109 pada periode sehari setelah pengumuman (t+1) dividen tunai konstan. Hal ini menunjukkan pasar bereaksi secara cepat sehari setelah pengumuman dividen tunai konstan tersebut sehingga

akan lebih cepat menuju keseimbangan yang baru dan tidak terdapat kebocoran informasi dalam periode pengamatan pengumuman dividen konstan. Pelaku pasar cukup canggih dalam menganalisis pengumuman dividen konstan sehingga bereaksi cukup cepat setelah pengumuman dividen tersebut dipublikasikan.

Tabel 5. Nilai AAR dan CAAR untuk Kelompok Pengumuman Dividen Tunai Konstan

Periode	AAR	CAAR	t_{hitung} AAR	t_{hitung} AAR	t_{tabel}
t-4	0,01747	0,01747	1,02067	1,02067	-1,711
t-3	0,00009	0,01756	1,02127	28,35732	-1,711
t-2	0,00450	0,00460	1,01730	1,03808	-1,711
t-1	-0,00191	0,00260	-1,02065	1,23887	-1,711
t 0	-0,02767	-0,02957	-1,02066	-1,09392	-1,711
t+1	0,00354	-0,02413	1,02055	-5,24109	-1,711
t+2	-0,00385	-0,00032	-1,01510	-0,08125	-1,711
t+3	0,00793	0,00408	1,02007	0,51431	-1,711
t+4	0,01596	0,02388	1,02062	1,55998	-1,711

Sumber: Data diolah

Reaksi negatif investor pada pengumuman dividen konstan disebabkan karena investor menganggap emiten tidak mampu memberikan kenaikan dividen. Hal tersebut disebabkan kebijakan perusahaan untuk menerapkan pembagian dividen konstan dengan meningkatkan laba ditahan dibandingkan dengan menaikkan dividen. Emiten beranggapan bahwa membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya akan mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan, misalnya perusahaan ingin mengembangkan produk baru yang membutuhkan dana yang tidak sedikit sehingga harus meningkatkan

laba ditahan untuk keperluan pembiayaan tersebut. Selain itu, kebijakan pemberian dividen konstan merupakan usaha untuk meningkatkan harga saham sebab dividen yang konstan memiliki risiko yang kecil (Basyori, 2008). Namun investor tidak menganggap pembayaran dividen konstan sebagai upaya yang positif pada kinerja perusahaan. Investor menganggap perusahaan membayar dividen konstan karena perusahaan sedang mengalami kesulitan likuiditas sehingga investor menurunkan ekspektasi mereka terhadap kinerja perusahaan dan terjadi penurunan harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian pada Tabel 6, nilai AAR tertinggi terjadi pada t-2 yaitu sebesar 0,01747, sedangkan nilai AAR terendah terjadi pada t0 yaitu sebesar -0,02767. Nilai CAAR tertinggi terjadi pada t+4 yaitu sebesar 0,02388, sedangkan nilai CAAR terendah terjadi pada periode t+2 yaitu sebesar -0,02957.

Tabel 6. *Descriptive Statistic* pada Pengumuman Dividen Tunai Konstan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR	9	-0,02767	0,01747	0,0017844	0,01328081
CAAR	9	-0,02957	0,02388	0,0017967	0,01822110
Valid N (listwise)	9				

Sumber : Data diolah

Pada Tabel 6, nilai CAAR minimum pada periode saat pengumuman (t0) sebesar -0,02957 pada pengumuman dividen konstan yang disebabkan oleh penurunan harga saham yang cukup tinggi pada beberapa saham pada hari pengumuman, diantaranya terjadi pada RUIS yaitu sebesar 26% dan SQBI sebesar 16%. Investor menurunkan ekspektasinya terhadap prospek perusahaan tersebut dimasa yang akan datang sehingga pasar merespon secara negatif informasi pengumuman dividen konstan sehingga menyebabkan harga saham mengalami

penurunan yang cukup berarti. Namun dari periode 1 hari setelah pengumuman (t+1) sampai periode 4 hari setelah pengumuman (t+4) terjadi reaksi pasar yang meningkat drastis yang ditunjukkan dengan nilai CAAR tertinggi pada periode t+4 sebesar 0,02344. Peningkatan reaksi pasar pada periode pengamatan tersebut dikarenakan investor menyadari bahwa pengumuman dividen konstan tidak selalu disebabkan karena emiten mengalami kesulitan likuiditas namun dikarenakan kebijakan perusahaan. Salah satu sampel saham yang termasuk kelompok dividen tunai konstan yaitu AMRT merupakan salah satu saham perusahaan yang masuk kedalam kategori “*Top 20 Gainers Stock*”, sedangkan UNVR, PTBA dan SMGR merupakan saham perusahaan yang termasuk kedalam kategori “*50 Biggest Market Capitalization*”. Dapat disimpulkan bahwa saham perusahaan yang termasuk dalam kelompok dividen konstan tidak mengalami reaksi negatif yang berkepanjangan, investor memandang bahwa dividen konstan merupakan kebijakan perusahaan untuk meningkatkan harga saham karena dianggap memiliki risiko yang kecil, oleh karena itu reaksi signifikan negatif hanya terjadi pada periode 1 hari setelah pengumuman dipublikasikan oleh emiten (t+1).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka simpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut.

- 1) Hasil dari uji statistik hipotesis pertama menunjukkan bahwa CAAR saham perusahaan untuk kelompok sampel dividen tunai meningkat ditemukan adanya *abnormal return* positif yang signifikan pada 1 hari sebelum pengumuman (t-1) dan pada 4 hari setelah pengumuman (t+4), sedangkan

untuk AAR tidak ada yang signifikan. Adanya reaksi pasar yang signifikan positif pada periode sehari sebelum pengumuman ($t-1$), menunjukkan adanya kebocoran informasi pada sehari sebelum pengumuman dividen meningkat diumumkan secara resmi oleh emiten. Sedangkan terdapat reaksi yang positif signifikan pada empat hari setelah pengumuman dividen naik ($t+4$), hal ini menunjukkan bahwa reaksi pasar positif terhadap pengumuman dividen tunai naik.

- 2) Hasil uji statistik hipotesis kedua menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman dividen tunai menurun terdapat nilai *abnormal return* yang negatif signifikan berupa nilai AAR dan CAAR yang signifikan pada periode 1 hari setelah pengumuman ($t+1$). Hal ini mengindikasikan bahwa pasar bereaksi secara signifikan dan cepat sehari setelah pengumuman ($t+1$) karena investor menganggap penurunan pembayaran dividen tunai disebabkan perusahaan kesulitan likuiditas sehingga menurunkan pembayaran dividen tunai dengan meningkatkan laba ditahan untuk tujuan reinvestasi.
- 3) Hasil uji statistik hipotesis ketiga menunjukkan bahwa selama periode pengamatan tidak terdapat AAR yang signifikan tetapi terdapat CAAR negatif yang signifikan pada periode 1 hari setelah pengumuman dividen tunai konstan. Reaksi negatif investor pada pengumuman dividen konstan disebabkan karena investor menganggap emiten tidak mampu memberikan kenaikan dividen pada investor dan membuat kebijakan pembagian dividen konstan.

SARAN

Atas keterbatasan-keterbatasan yang terdapat di dalam penelitian ini, maka peneliti mengemukakan saran-saran sebagai berikut. (1) Periode pengamatan dalam penelitian ini hanya tiga tahun (2009-2011), sehingga ada kemungkinan hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian terbaru (2012) sehingga disarankan untuk menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang untuk memberikan gambaran reaksi harga saham pada pengumuman pembayaran dividen tunai yang lebih jelas sehingga diharapkan hasil penelitian selanjutnya lebih baik dan generalisasi. (2) Ada baiknya penelitian selanjutnya melakukan estimasi *abnormal return* dengan menggunakan model yang lain seperti *mean adjusted model* dan *market model*. (3) Penelitian selanjutnya disarankan dalam menguji ketepatan reaksi pasar dan kecanggihan pelaku pasar, ada baiknya melakukan klasifikasi pada perusahaan yang bertumbuh dengan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dapat menggunakan IOS, yang diukur dengan perbandingan harga pasar dan nilai buku saham atau menggunakan rasio PER. (4) Upaya mencegah kebocoran informasi yang terjadi sebelum pengumuman dividen tunai, perlu dipertimbangkan kepada perusahaan emiten untuk melakukan pengungkapan terkait kebijakan perusahaan dalam membagikan dividen dan laba ditahan untuk tujuan reinvestasi perusahaan.

REFERENSI

- Akbar, Muhammad dan Baig Humayun Habib. 2010. Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*. Vol 15 : 1 (Summer 2010). Hal 103-125.
- Anindhita, Galih. 2010. Analisis Reaksi Pasar Atas Pengumuman Dividen Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date (Studi Kasus pada Kelompok Cash Dividend Final Naik dan Turun pada Perusahaan-perusahaan yang Terdaftar di BEJ tahun 2004-2006). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
- Bandi dan Jogiyanto Hartono. 1999. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 3 No.2, Juli: 203-213.
- Basyori, Kurnia. 2008. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- Baridwan, Zaki. 2010. *Intermediate Accounting*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta:BPFE-Yogyakarta.
- Campbell, Kevin dan Chijioke Ohuocha. 2011. The Stock Market to Stock Dividends in Nigeria and Their Information Content. *Managerial Finance Vol. 37 No. 3*. Hal. 295-311.
- Capstaff, John; Audun Klaeboe, and Andrew P. Marshall. 2004. Share Price Reaction to Dividend Announcements: Empirical Evidence on the Signaling Model from the Oslo Stock Exchange. *Multinational Finance Journal* 8(1), pp 115-139.
- Dasilas, Apostolos. 2005. Stock Market Reaction to Dividend Announeent Evidence From The Greek Stock Market. *Thesis*. Department of Accounting and Finance, University of Macedonia, 156 Egnatia Str., 54006 Thessaloniki, Greece.
- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Hartono, Jogiyanto. 2011. *Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Edisi 2011. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

- Kurniasih, Augustina dan Hermanto Siregar. 2011. Market Reaction to the Cash Dividend Announcement: An Empirical Study from the Indonesia Stock Exchange 2004 – 2009. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. ISSN 1450-2275 Issue 40.
- Ratnawati, Rika. 2008. Pengaruh Pengumuman Perubahan Dividen terhadap Tingkat Variabilitas Keuntungan Saham. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Santoso, Singgih. 2011. *Mastering SPSS Versi 19*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Setiawan, Doddy dan Jogiyanto Hartono. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6 No. 2. Mei : 131-144.
- Serang, Essa Fitrianti. 2009. Reaksi Pasar atas Pengumuman Perubahan Dividen dan Pengujian Perubahan Dividen sebagai Sinyal Profitabilitas Perusahaan di Masa Mendatang. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Airlangga Surabaya.
- Urooj, Syeda Faiza dan Nousheen Zafar. 2008. Share Price Reaction to Dividend Announcements. *The Business Review, Cambridge*. Vol. 10 -Num.1 (Summer 2008). Hal. 322-329.
- Widana dan Ratnadi. 2008. Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kos Keagenan. *E-Journal Fakultas Ekonomi Universitas Udayana*. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Zainafree, Golda. 2005. Reaksi Harga terhadap Pengumuman Dividen Tunai di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Research and Product Development Division of IDX. 2009. *IDX Quarterly Statistics 2009 (Cumulative Data)*. Diakses www.idx.co.id pada tanggal 9 Juni 2012.
- Research and Product Development Division of IDX. 2010. *IDX Quarterly Statistics 2010 (Cumulative Data)*. Diakses www.idx.co.id pada tanggal 9 Juni 2012.
- Research and Product Development Division of IDX. 2011. *IDX Quarterly Statistics 2011 (Cumulative Data)*. Diakses www.idx.co.id pada tanggal 9 Juni 2012.

