

Analisis Perbedaan Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Pengumuman *Ex-Dividend Date* Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2011-2016

Yuliani Larasati

STIE Indonesia Banking School
yuliani.larasati@gmail.com

Ahmad Setiawan Nuraya

STIE Indonesia Banking School
ahmad.nuraya@ibs.ac.id

Abstract

The aim of the research is to analyze the distinctions of investor reactions based on its abnormal return before and after of dividend disclosure at ex-dividend date. Event study is applied on the period of 10 days before and after. Research is directed on manufacturing sector that disclosed its dividend on Bursa Efek Indonesia (BEI) – Indonesia Stock Exchange in the period of the Year 2011-2016. Purposive sampling is used on the total of 15 companies with its 112 events (of dividend disclosures). Main finding concludes that there is no significant difference on the abnormal return before and after dividend disclosure.

Keywords: *dividend disclosure, abnormal return, ex-dividend.*

Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis perbedaan reaksi investor berdasarkan abnormal return sebelum dan sesudah pengungkapan dividen pada tanggal ex-dividend. Studi peristiwa diterapkan pada periode 10 hari sebelum dan sesudah. Penelitian diarahkan pada sektor manufaktur yang mengungkapkan dividennya di Bursa Efek Indonesia (BEI)-pada periode Tahun 2011-2016. *Purposive sampling* digunakan pada total 15 perusahaan dengan 112 peristiwa (pengungkapan dividen). Temuan utama menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada abnormal return sebelum dan sesudah pengungkapan dividen.

Keywords: *pengungkapan dividen, abnormal return, ex-dividend.*

1. Pendahuluan

Investasi merupakan bagian dari kemajuan perekonomian sebuah Negara. Hal ini dapat dilihat dari adanya komponen investasi, pada total pembentukan GDP (*Gross Domestic Product*), yaitu $GDP = C + G + I + NX$. Oleh karena itu, kemajuan perekonomian suatu negara tidak dapat terpisahkan dari kegiatan investasi. Salah satu aktivitas investasi, dapat direfleksikan dari adanya aktivitas pasar modal sebagai salah satu elemen sistem ekonomi yang memacu pertumbuhan dan perkembangan ekonomi dan bisnis. Efisiensi pasar modal sebagai salah satu faktor penentu keberhasilan pengembangan pasar modal, karena dengan pengembangan pasar modal yang semakin efisien akan semakin meningkatkan kepercayaan dari para pemodal domestik maupun yang berasal dari luar negeri untuk melakukan investasi di pasar modal.

Bursa Efek Indonesia dinyatakan sebagai pasar yang efisien (dengan bentuk setengah kuat) secara informasi (*informational efficient market*) dengan pelaku pasar yang mampu menginterpretasikan pengumuman dividen dengan cepat dan baik

(Dwipayana, 2017). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat diuji dengan melihat abnormal return yang terjadi. Konsekuensi dari pasar modal yang efisien adalah sulit atau hampir tidak mungkin bagi para investor untuk memperoleh tingkat abnormal return maka harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Di dalam pasar modal terdapat beragam informasi yang dapat dikaitkan dengan *corporate action*.

Menurut Basir dan Fakhruddin (2005), *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*.

Informasi merupakan salah satu faktor kunci bagi investor di pasar modal untuk mewujudkan tujuannya memperoleh return atas investasinya. Berdasarkan informasi yang tersedia, akan mempengaruhi keputusan investor. Salah satu informasi yang mencerminkan kondisi internal sebuah perusahaan adalah pergerakan harga saham dan pengumuman dividen.

Pergerakan harga saham dan pengumuman pembayaran dividen merupakan informasi bagi investor bahwa perusahaan memiliki kinerja dan keuangan yang baik.

Berdasarkan *Signaling theory*, pengumuman dividen menjadi informasi penting dan dapat mempengaruhi investor karena mengandung informasi sinyal tentang laba serta prospek perusahaan di masa depan. Informasi pengumuman dividen berkaitan dengan keuntungan perusahaan serta aliran kas untuk membayar dividen. Hal ini disebabkan kondisi dimana investor dihadapkan pada ketidakpastian terhadap hasil kerja investasinya. Pemikiran ini timbul karena manajemen pada umumnya tidak akan mengambil risiko dengan membayar dividen yang tinggi pada suatu waktu tertentu bila menurut estimasi mereka perusahaan tidak mampu mempertahankannya di masa yang akan datang.

Pengumuman dividen tunai naik akan mengakibatkan *abnormal return* yang diperoleh oleh investor juga akan mengalami respon positif oleh investor karena mereka menganggap perusahaan memiliki prospek perusahaan di masa mendatang dalam menghasilkan keuntungan akan meningkat. Sebaliknya jika perusahaan mengumumkan pembagian dividen tunai turun akan mengakibatkan *abnormal return* yang diperoleh oleh investor juga akan mengalami respons negatif karena mereka menganggap prospek perusahaan di masa mendatang dalam menghasilkan keuntungan akan menurun.

Dilihat dari teori tersebut bahwa dengan adanya pengumuman dividen menunjukkan adanya prospek dan kinerja perusahaan yang baik. Sehingga diharapkan investor akan berpikiran positif terhadap kinerja perusahaan dan hal tersebut akan terlihat pada reaksi perubahan harga saham. Pengumuman dividen menyebabkan harga saham meningkat pada waktu *ex-dividend date* (Haryanto, 2011). Namun disisi lain akan menyebabkan posisi kas perusahaan berkurang dan mengakibatkan *leverage* semakin besar sehingga modal perusahaan akan turun. Dampak yang ditimbulkan adalah in-

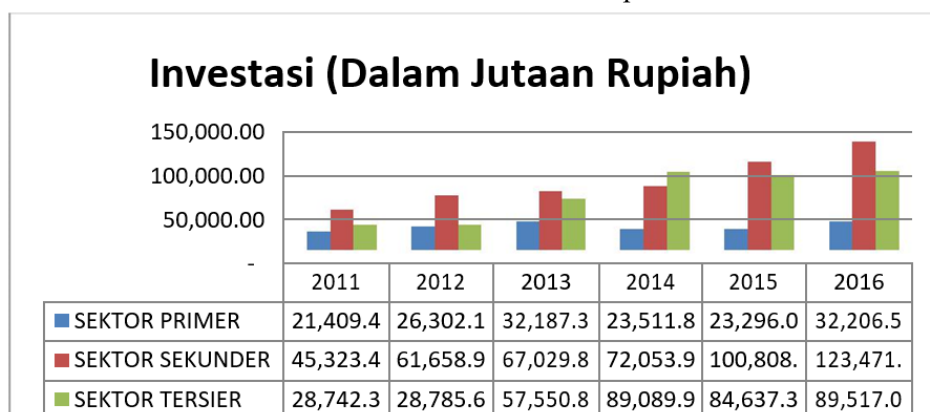
vestor akan berpikir negatif terhadap perusahaan. Bahwa pembagian dividen akan berdampak pada harga saham terutama sekitaran *ex-dividend date*. Prediksi ini didasarkan pada pemikiran logis, bahwa investor telah kehilangan hak atas *return* dari dividen. Maka harga saham tersebut akan mengalami penurunan sebanding dengan nilai dari *return* yang telah hilang (Sularso, 2003).

Dilihat dari beberapa penelitian yang dilakukan terdapat hasil yang berbeda. Menurut Siaputra (2006) menyatakan sebelum dan sesudah *ex-dividend date* ditemukan adanya perbedaan perubahan harga saham yang signifikan. Menurut penelitian ayu (2015) menunjukkan adanya nilai signifikan bahwa pasar beraksi pada saat pengumuman dividen dan setelah pengumuman dan terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan setelah pengumuman dividen. Sedangkan menurut Suparno (2013) menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap harga saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen tidak begitu penting, karena tidak mempengaruhi kemakmuran para pemegang saham dan menaikkan harga saham perusahaan. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hidayati (2013) menunjukkan pengumuman dividen tidak memiliki perbedaan yang signifikan antara harga saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date*.

Alasan objek penelitian ini meneliti pengaruh pengumuman pada perusahaan manufaktur, karena sektor manufaktur dapat mendorong pertumbuhan ekonomi dan menarik investor untuk menanamkan modalnya. Sektor manufaktur atau sektor sekunder adalah sektor yang mengolah barang mentah menjadi barang setengah jadi atau barang jadi sehingga menambah nilai dari barang tersebut. Pertumbuhan perusahaan industri manufaktur memegang posisi yang dominan dalam perkembangan perekonomian di Indonesia karena berhubungan langsung dengan daya beli masyarakat sehari-hari (Adnyana dan Badjra, 2014).

Trend investasi pada sektor manufaktur yang dinilai menarik perhatian para investor dibuktikan

Tabel 1. Realisasi Investasi Menurut Sektor periode 2011-2016



Sumber: Data Badan Koordinator Penanaman Modal (BKPM) (Data diolah)

dengan realisasi investasi berdasarkan laporan kegiatan penanaman modal menurut sektor yang ditunjukkan pada tabel 1.1 yang menggambarkan bahwa sektor sekunder atau manufaktur memiliki kegiatan penanaman modal dengan nilai investasi yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan sektor lainnya yaitu sektor primer dan sektor tersier pada tahun periode 2011 hingga 2016.

2. Landasan Teori

Signaling Theory (Teori Sinyal)

Signal adalah perusahaan yang mengambil suatu tindakan untuk memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana prospek suatu perusahaan dipandang oleh manajemen (Brigham dan Houston, 2011). Di dalam teori ini MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal positif untuk para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen yang dibawah normal diyakini investor sebagai suatu sinyal negatif bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang.

Investasi

Investasi menurut Tandelilin (2010) adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya yang lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Aktivitas investasi dapat dilakukan pada aset nyata (dalam bentuk seperti tanah, emas, mesin maupun bangunan) dan aset financial (biasanya dalam bentuk deposito, saham ataupun obligasi). Pihak yang melakukan aktivitas investasi tersebut disebut investor. Pada dasarnya tujuan dari kegiatan investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan para investor. Kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter yang biasa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan masa datang. Secara lebih khusus lagi, tujuan aktivitas melakukan investasi antara lain adalah Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang, Mengurangi tekanan inflasi dan Dorongan untuk menghemat pajak.

Pasar Modal

Menurut Tandelilin (2010), pasar modal adalah Pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun dan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan memperjual belikan sekuritas seperti saham dan obligasi. Tempat untuk memperjualbelikan sekuritas disebut dengan bursa efek. Di Indonesia terdapat satu bursa efek yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI). Sejak tahun 2007, Bursa Efek Jakarta (BEJ)

dan Bursa Efek Surabaya (BES) bergabung menjadi satu dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI). Menurut Tandelilin (2010) Pasar modal mempunyai fungsi sebagai lembaga lembaga perantara (*intermediaries*) yang menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak kelebihan dana. Serta dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien karena adanya pasar modal maka pihak kelebihan dana dapat memilih alternatif investasi yang memberikan return yang paling optimal yaitu dengan berinvestasi di sektor yang paling produktif dipasar.

Efisiensi Pasar Modal

Menurut Fama dalam tandelilin (2010) efisiensi pasar modal atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH) diklasifikasikan ke dalam tiga bentuk, yaitu: (1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga surat berharga saat ini hanya menggambarkan informasi di masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien dalam bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*. (2) Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semi strong form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga surat berharga menggambarkan informasi masa lalu dan informasi yang dipublikasikan. Jadi tak seorang pun investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi masa lalu dan informasi yang dipublikasikan. Termasuk jenis informasi ini adalah laporan tahunan perusahaan atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi perusahaan pesaing, maupun harga saham historis. (3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga surat berharga secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang privat. Jika pasar modal efisien dalam bentuk ini maka tidak ada individual atau kelompok dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.

Saham

Menurut Husnan (2012) saham merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak pemodal yaitu pihak yang memiliki kertas tersebut untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya. Menurut Fahmi (2012) Saham adalah tanda bukti penyertaan kepemilikan

modal atau dana pada suatu perusahaan. Kertas yang tercantum dengan jelas nilai nominal, nama perusahaan dan diikuti dengan hak dan kewajiban yang dijelaskan kepada setiap pemegangnya. Harga saham merupakan salah satu indikator pengelolaan perusahaan. Harga saham mencerminkan bagaimana anggapan pasar terhadap perusahaan tersebut. Jika suatu perusahaan dinilai memiliki prospek yang bagus, maka pasar akan membeli saham tersebut sehingga harga saham dari perusahaan tersebut akan mengalami kenaikan dan sebaliknya.

Dividen

Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan (Ang, 1997). Dividen ini dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) maupun Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB).

Teori Kebijakan Dividen

Menurut Brigham & Houston (2011) menyebutkan ada tiga teori dari preferensi investor yaitu :

Dividend Irrelevance Theory, teori ini menganggap bahwa kebijakan dividen tidak membawa dampak bagi nilai perusahaan. Peningkatan atau penurunan dividen oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut MM tidak ada kebijakan dividen yang optimal bagi suatu perusahaan. MM mengemukakan nilai per lembar saham yang didiskonto setelah keputusan pembelian dan dividen sama dengan nilai pasar saham sebelum pembayaran dividen, penurunan harga pasar saham karena pembelanjaan eksternal sama dengan kenaikan harga saham karena pembayaran dividen. (2) *Bird in the Hand Theory*, teori ini disampaikan oleh John Linther (1962) dan Myron Gordon (1963), menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi. Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Maka harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Maka semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan. Investor lebih memilih pendapatan yang diperoleh dari dividen dibandingkan dengan pendapatan dari *capital gain*. Investor memiliki keyakinan bahwa dividen memiliki rasio yang lebih kecil, sehingga investor lebih suka menerima kas tunai sekarang dibandingkan mengharapkan *capital gain* di masa datang yang belum pasti. (3) *Tax preference theory*, teori ini disampaikan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) yang menyatakan bahwa se-

makin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. Hal ini didasarkan pada pemikiran jika *capital gains* dikenakan pajak dengan tarif yang lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan menjadi lebih menarik dan lebih banyak diminati. Adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Prosedur Tanggal Pembagian Dividen

Didalam pembayaran dividen baik dividen tunai maupun dividen saham oleh emiten, terdapat tanggal-tanggal yang perlu diperhatikan didalam pembayaran dividen adalah (Ang, 1997) : (1) Tanggal Deklarasi (*Declaration Date*) Merupakan tanggal resmi pengumuman oleh emiten tentang bentuk dan besarnya serta jadwal pembayaran dividen yang dilakukan. (2) Tanggal Pencatatan (*Date of Record*) Pada tanggal ini perusahaan melakukan pencatatan nama-nama pemegang saham. Para pemilik saham yang terdaftar pada daftar pemegang saham diberikan hak sedangkan pemegang saham yang tidak terdaftar pada tanggal pendaftaran tidak diberikan hak untuk memperoleh dividen. (3) Tanggal Ex-Dividend (*Ex-Dividend Date*) Tanggal dimana perdagangan saham tersebut tidak melekat lagi hak untuk memperoleh dividen. (4) Tanggal Pembayaran (*Payment Date*) Tanggal ini merupakan saat pembagian dividen oleh perusahaan kepada pemegang saham yang telah mempunyai hak atas dividen.

Perbedaan pengumuman dividen naik terhadap abnormal return sebelum dan sesudah ex-dividend date

Dividen naik adalah kebijakan dividen perusahaan yang membagikan dividen di laporan keuangan dengan jumlah yang lebih besar dari periode sebelumnya. Berdasarkan *dividend signaling theory* pengumuman dividen naik dapat memberikan sinyal positif terhadap harga saham karena pengumuman ini mengisyaratkan peningkatan kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba di masa depan. Jika pengumuman dividen naik mengandung informasi, pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* (Haryanto, 2011). Setelah perusahaan melakukan pengumuman dividen naik, diperkirakan terdapat perbedaan perilaku investor yang ditunjukkan dengan adanya

Abnormal Return yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dan perbedaan Abnormal Return sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik. Apabila terdapat Abnormal Return yang signifikan

di sekitar tanggal pengumuman dividen naik maka dapat dikatakan bahwa pengumuman ini mengandung informasi bagi investor (Megawati, 2015). Maka dapat dirumuskan hipotesis dengan perincian sebagai berikut :

Ho1 = Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik.

Ha1 = Terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik.

Perbedaan pengumuman dividen turun terhadap abnormal return sebelum dan sesudah ex-dividend date

Dividen turun adalah kebijakan dividen perusahaan yang membagikan dividen di laporan keuangan dengan jumlah yang lebih kecil dari periode sebelumnya. Berdasarkan teori sinyal dividen (*dividend signalling theory*), maka pengumuman dividen turun dapat memberikan sinyal negatif terhadap harga saham karena pengumuman ini mengisyaratkan penurunan kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba di masa depan. Jika pengumuman dividen turun mengandung informasi, pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* (Haryanto, 2011). Setelah perusahaan melakukan pengumuman dividen turun, diperkirakan terdapat perbedaan perilaku investor yang ditunjukkan dengan adanya *Abnormal Return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dan perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun. Apabila terdapat *Abnormal Return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen menurun maka dapat dikatakan bahwa pengumuman ini mengandung informasi bagi investor (Megawati, 2011). Maka dapat dirumuskan hipotesis dengan perincian sebagai berikut:

Ho2 = Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun.

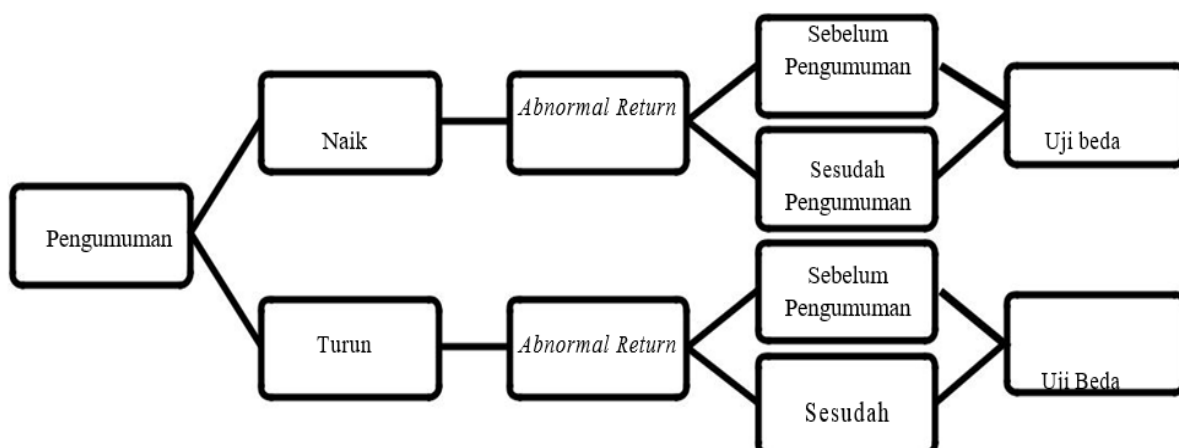
Ha2 = Terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun.

Untuk mencapai hasil penelitian, maka dapat dikembangkan kerangka pemikiran seperti tampak pada gambar 1.

3. Metode Penelitian

Objek penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan membagikan dividen pada periode 2011-2016. Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan pendekatan *event study* terhadap peristiwa pengumuman dividen. *Event study* adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Hartono, 2008). *Event study* bertujuan untuk menguji apakah terdapat *abnormal return* signifikan yang diperoleh investor dari suatu peristiwa termasuk peristiwa pengumuman dividen. Pengumuman dividen merupakan peristiwa yang bersifat rutin sehingga kemungkinan sudah diantisipasi oleh investor, selain itu dapat untuk mengakumulasi pengaruh kejadian dengan memperkecil kemungkinan bias terhadap objek penelitian yang diakibatkan adanya peristiwa ekonomis lainnya. Sehingga penelitian melakukan pengamatan menggunakan periode jendela sebanyak 10 hari untuk sebelum peristiwa dan 10 hari untuk sesudah peristiwa pengumuman dividen.

Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah populasi yang akan dijadikan sampel pada penelitian ini harus memenuhi berbagai kriteria tertentu. Bertujuan untuk menghindari adanya *miss specification* dalam penentuan sampel penelitian yang berdampak pada



Gambar 1. Kerangka pemikiran penelitian

hasil analisis. Adapun kriteria sampel dalam penelitian ini yaitu: (1) Perusahaan manufaktur yang sudah dan masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2016. (2) Perusahaan yang mengumumkan dividen setiap tahunnya selama 2011-2016. (3) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap periode 2011-2016. (4) Saham perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan saham yang aktif diperdagangkan. (5) Tidak ada aktivitas *corporate action* lain seperti *right issue*, pemberian saham bonus, *stock dividend*, *stock split*, *merger* dan akuisisi selama periode jendela (*event window*) untuk menghindari adanya *confounding effect* yang dapat memengaruhi hasil penelitian. (6) Selama periode penelitian, perusahaan yang dipilih yang memiliki data yang lengkap sesuai yang dibutuhkan.

Variabel dan Operasional Variabel

Variable *independent* atau bebas dalam penelitian ini adalah pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011 sampai 2016, yang dikelompokkan menjadi dividen naik dan dividen turun. Pengumuman dividen naik yaitu perusahaan yang telah membayar dividen lebih tinggi dari periode sebelumnya. Pengumuman dividen turun yaitu perusahaan yang telah membayar dividen lebih rendah dari periode sebelumnya. Sedangkan variabel *dependent* atau terikat dalam penelitian ini adalah *return* saham menggunakan perhitungan *abnormal return* yang diterima oleh pemegang saham perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2011 sampai 2016.

Abnormal return adalah selisih antara *actual return* suatu saham dengan *expected return*. *Abnormal return* dihitung dengan *Market Model*, yaitu model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela.

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

Keterangan:

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

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

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

Dimana sebelum menghitung *abnormal return* harus terlebih dahulu menghitung:

a. Actual Return

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_{it} = *Return* untuk sekuritas i pada periode t.

P_{it} = Harga sekuritas i pada periode t.

P_{it-1} = Harga sekuritas i pada periode t - 1.

b. Market return

Market return bisa dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$R_{mt} = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{IHS_{Gt-1}}$$

Keterangan :

R_{mt} = *Return* pasar pada waktu t

IHS_{Gt} = Indeks harga saham gabungan pada waktu t

IHS_{Gt-1} = Indeks harga saham gabungan pada waktu t-1

c. Expected Return

Expected return merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan (Hartono, 2008). Dalam penelitian ini, model yang digunakan adalah *Market-adjusted Model*.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$ = *Return* saham yang diharapkan untuk sekuritas i pada periode t.

α_i = alfa atau intercept untuk sekuritas i

β_i = koefisien slope atau beta estimasi dari sekuritas i

R_{mt} = *Return* pasar pada waktu t

d. Average Abnormal Return (AAR)

Rata-rata *return* tidak normal atau *average abnormal return* (AAR) untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \frac{AR_{it}}{n}$$

4. Analisis dan Pembahasan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Objek yang diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan pembagian dividen selama 6 tahun berturut-turut dari tahun periode 2011 hingga 2016. Sampel terdapat 15 perusahaan dengan 112 peristiwa pengumuman dividen.

Untuk lebih memudahkan dalam melihat gambaran variabel yang akan diteliti, berikut disajikan tabel deskripsi statistik variabel dengan waktu pengamatan 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah

Tabel 2. Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return* Pada Dividen Naik

	Dividen Naik Sebelum	Dividen Naik Sesudah
N	10	10
Mean	-0,0004143	-0,0002779
Std. Deviation	0,00317616	0,00395359
Minimum	-0,00539	-0,00764
Maximum	0,00474	0,00401

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return* Pada Dividen Turun

	Dividen Turun Sebelum	Dividen Turun Sesudah
N	10	10
Mean	0,0007391	0,0005996
Std. Deviation	0,00300980	0,00229034
Minimum	-0,00432	-0,00273
Maximum	0,00629	0,00397

Ex-Dividend date. Analisis ini digunakan untuk menjelaskan secara deskriptif atau memberikan gambaran tentang karakteristik sampel dari variabel - variabel yang diteliti.

Pada tabel 2, nilai minimum pada dividen naik periode sebelum peristiwa *ex-dividend* adalah sebesar -0,00539, nilai maksimum adalah sebesar 0,00474, *mean* sebesar -0,000414, dengan standar deviasi sebesar 0,003176. Nilai minimum pada dividen naik periode sesudah peristiwa adalah sebesar -0,00764 nilai maksimum adalah sebesar 0,00401, *mean* sebesar -0,000278, dengan standar deviasi sebesar 0,003954. Rata-rata variabel *abnormal return* pada dividen naik sebelum peristiwa pengumuman dividen yang lebih kecil dibandingkan standar deviasinya sebesar 0,003176 menunjukkan bahwa terjadi penyimpangan dari nilai rata-ratanya sebesar -0,000414. Rata-rata variabel *abnormal return* pada dividen naik sesudah peristiwa pengumuman dividen saham yang lebih kecil dibandingkan standar deviasinya sebesar 0,003954 menunjukkan bahwa terjadi penyimpangan dari nilai rata-ratanya sebesar -0,000278.

Pada tabel 3, nilai minimum pada dividen turun periode sebelum peristiwa *ex-dividend* adalah sebesar -0,00432, nilai maksimum adalah sebesar 0,00629, *mean* sebesar 0,000739, dengan standar deviasi sebesar 0,0030098. Nilai minimum pada dividen turun periode sesudah peristiwa adalah sebesar -0,00273 nilai maksimum adalah sebesar

0,00397, *mean* sebesar 0,0005996, dengan standar deviasi sebesar 0,0022903. Rata-rata variabel *abnormal return* pada dividen turun sebelum peristiwa pengumuman dividen yang lebih kecil dibandingkan standar deviasinya sebesar 0,0030098 menunjukkan bahwa terjadi penyimpangan dari nilai rata-ratanya sebesar 0,000739.

Rata-rata variabel *abnormal return* pada dividen turun sesudah peristiwa pengumuman dividen lebih kecil dibandingkan standar deviasinya sebesar 0,0022903 menunjukkan bahwa terjadi penyimpangan dari nilai rata-ratanya sebesar 0,0005996.

Uji normalitas yang digunakan adalah uji kolmogorov-smirnov dengan tingkat signifikansi 5% untuk mengetahui apakah data masing-masing variabel terdistribusi normal atau tidak. Pengujian uji normalitas data dilakukan terhadap *abnormal return* yang disajikan pada tabel 4.

Dalam penelitian ini setelah dilakukan uji normalitas dan terdapat hasil bahwa seluruh variabel berdistribusi dengan normal maka selanjutnya akan dilakukan beda menggunakan uji *paired sample t-test* untuk menganalisis perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Hasil pengujian *abnormal return* penelitian ini dengan menggunakan uji *paired sample t-test* pada dividen naik diperoleh sebagaimana terlihat pada tabel 5.

Berdasarkan hasil pengujian *paired sample t-test* di atas menunjukkan bahwa rata-rata variabel Aver-

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov Smirnov

Variabel	Signifikansi	Kesimpulan
Dividen Naik Sebelum	0,915	Data berdistribusi normal
Dividen Naik Sesudah	0,878	Data berdistribusi normal
Dividen Turun Sebelum	0,999	Data berdistribusi normal
Dividen Turun Sesudah	0,998	Data berdistribusi normal

Sumber: diolah penulis

Tabel 5. Hasil Uji Paired Sample T-Test Average Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen Naik

Periode	Mean	T	Signifikan	Keterangan
Dividen Naik Sebelum- Dividen Naik Sesudah	-0,000136	-0,109	0,916	Tidak terdapat perbedaan

Tabel 6. Hasil Uji Paired Sample T-Test Average Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen Turun

Periode	Mean	T	Signifikan	Keterangan
Dividen Turun Sebelum- Dividen Turun Sesudah	0,0001395	0,179	0,862	Tidak terdapat perbedaan

Sumber: Diolah penulis

age Abnormal Return (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik menunjukkan nilai signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yakni 0,05 ($0,916 > 0,05$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif (H_{a1}) ditolak dan hipotesis nol (H_{01}) tidak dapat ditolak sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pada pengumuman dividen naik

Hasil pengujian *abnormal return* penelitian ini dengan menggunakan uji *paired sample t-test* pada dividen turun dapat dilihat pada tabel 6.

Berdasarkan hasil pengujian paired sample t-test di atas menunjukkan bahwa rata-rata variabel *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun sebesar menunjukkan nilai signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yakni 0,05 ($0,862 > 0,05$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif (H_{a2}) ditolak dan hipotesis nol (H_{02}) tidak dapat ditolak sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun.

Analisis perbedaan pengumuman dividen naik terhadap *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date*

Hipotesis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik. Dalam hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidak terlalu memperhatikan pengumuman dividen khususnya pada tanggal *ex-dividend* dan pengumuman dividen naik tidak mengandung informasi bagi investor.

Analisis perbedaan pengumuman dividen turun terhadap *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date*

Hipotesis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa

tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun. Dalam hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidak terlalu memperhatikan pengumuman dividen khususnya pada tanggal *ex-dividend* dan pengumuman dividen turun tidak mengandung informasi bagi investor.

Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil analisis mengenai perbedaan reaksi investor yang dilihat dari *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen pada perusahaan di sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2012, dimana ditemukan tidak adanya perbedaan reaksi investor. Sehingga terdapat beberapa hal yang bisa dijadikan pertimbangan pada perusahaan di sektor manufaktur serta dapat dimanfaatkan bagi pihak-pihak yang berkepentingan lainnya.

Salah satu informasi yang paling besar mendapatkan respon dari masyarakat adalah pengumuman dividen (Ayu, 2015). Dilihat dari hasil pengujian dan hipotesis maka pengumuman dividen yang merupakan salah informasi internal perusahaan dinilai tidak memiliki dampak bagi eksternal perusahaan yang dilihat dari reaksi investor di pasar, dimana informasi kenaikan maupun penurunan pengumuman dividen tidak terlalu diperhatikan dan tidak mengandung informasi bagi investor. Pemegang saham perlu mengetahui bahwa pengumuman kebijakan dividen bukan satu-satunya informasi yang memberikan keuntungan pada jumlah saham yang diinvestasikan di perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham harus mampu memfokuskan perhatiannya pada keuntungan yang akan didapatkan dari saham yang diinvestasikan (Hidayati, 2014).

Investor rata-rata di Indonesia adalah investor jangka pendek yang berharap *return* yang berasal dari *capital gain* (Haryanto, 2011). Sehingga investor cenderung menganut *Tax preference theory*, dimana investor justru lebih menyukai *capital gain* dibandingkan pembagian dividen tunai yang besar.

Hal ini dikarenakan adanya beban pajak yang cukup besar dari dividen yang dibayarkan oleh investor. Selain itu, menurut megawati (2015) ada anggapan bahwa kebijakan dividen dapat merugikan pertumbuhan perusahaan karena pendanaan perusahaan untuk operasional akan berkurang dan dapat mengurangi aktivitas perusahaan dalam memperoleh laba di tahun berikutnya.

Hasil penelitian ini tidak relevan dengan *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa pengumuman dividen naik akan bereaksi terhadap kenaikan harga saham dan pengumuman dividen turun akan bereaksi terhadap penurunan harga saham. Dan tidak sesuai dengan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dimana menurut tandelilin (2010) pasar modal yang efisien adalah dimana harga semua sekuritas yang telah diperdagangkan mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat karena investor masih bisa mendapatkan abnormal return, maka harga-harga sekuritas belum mencerminkan semua informasi yang tersedia serta tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik maupun dividen turun.

5. Kesimpulan dan Saran

Dapat disimpulkan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut : 1) Kelompok pengumuman dividen naik menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen. 2) Kelompok pengumuman dividen turun menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen.

Berdasarkan hasil penelitian serta kesimpulan di atas, maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut: 1) Bagi investor khususnya investor jangka pendek agar tidak terlalu berfokus pada informasi internal yaitu *event* pengumuman dividen karena tidak cukup memiliki pengaruh pada *return* saham dan lebih mengamati informasi terkait eksternal perusahaan seperti perubahan ekonomi makro. 2) Penelitian yang digunakan adalah mengamati pengumuman dividen terhadap

abnormal return sehingga diharapkan Penelitian selanjutnya dapat menguji pengaruh *corporate action* lain, seperti *merger*, akuisisi, *buy back* dan *stock split* terhadap *abnormal return*. 3) Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan tahun periode 2011 sampai 2016. Sehingga disarankan untuk peneliti selanjutnya untuk meneliti objek lain dan menambah tahun periode pengamatan.

Daftar Referensi

- Adnyana, I Gede dan Ida Bagus Badjra. 2014. Pengaruh Likuiditas, Manajemen Aktiva, EPS, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan.
- Ali, Mohammad Bayezid dan Tanbir Ahmed Chowdhury. 2010. *Effect of Dividend on Stock Price in Emerging Stock Market: A Study on the Listed Private Commercial Banks in DSE*. International Journal of Economics and Finance Vol. 2, No. 4; November 2010.
- Ang, Robert. 1997. Buku Pintar Pasar Modal Indonesia. Jilid Pertama. Jakarta: Media Soff Indonesia.
- Ayu, I Gusti dan Luh Gede. 2015. Dampak Pengumuman Dividen Terhadap *Abnormal Return* Pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. E-Jurnal Manajemen Unud.
- Basir, Saleh dan Hendy M. Fakhruddin. 2005. Aksi Korporasi. Jakarta : Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2011. Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi 11, Penerjemah Ali Akbar Yulianto, Salemba Empat, Jakarta.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin. 2001. Pasar Modal di Indonesia. Pendekatan Tanya Jawab. Jakarta: Salemba Empat.
- Dwipayana, I Gusti Ngurah Agung Putra dan I Gusti Bagus Wiksuana. 2017. Pengujian Efisiensi Pasar Di Bursa Efek Indonesia. E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 6, No. 4, 2017: 2105-2132
- Fahmi, Irham. 2012. Pengantar Manajemen Keuangan; Teori dan Soal Jawab. Bandung: Alfabeta.
- Ghozali, Imam. 2011. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Edisi Kelima. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, Jogyanto. 2008. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE.
- Haryanto, Sugeng. 2011. Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Dividen di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Keuangan dan Perbankan.
- Hidayati, Alvin Mulya. 2014. Analisis Harga Saham dan Rata-Rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* (Studi pada Emiten Indeks Kompas-100). Trikonomika Volume 13, No. 1, Juni 2014, Hal. 101–107.
- Husnan, Suad dan Enny Pujiastuti. 2012. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Edisi Keenam. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Megawati dan Rahmi Oktanina. 2015. Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-*

- Dividend Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI. Jurnal Kajian Manajemen Bisnis Volume 4, Nomor 2, September 2015.*
- Novianti, Mega Henny Medyawati dan Muhammad Yunanto. 2013. *Changes of Return of Shares Before and After Ex-Dividend Date: Case Study in Indonesia*. Rev. Integr. Bus. Econ. Res. Vol 2(1).
- Rosario, Shireen dan Kavita Chavali. 2016. *Market Reaction on Dividend Announcement in Oman: An Event Study Methodology*. International Journal of Economics and Financial Issues.
- Siaputra, Lani dan Adwin Surja Atmadja. (2006). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 8, No. 1, Mei 2006: 71-77
- Sugiyono. 2009. Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D). Bandung: Alfabeta.
- Sularso, R. Andi. 2003. Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (*Return*) Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Jurnal Akuntansi & Keuangan.
- Suparno. 2013. *Dividend Policy Analysis to Manufacturing Company Stock Price Changes Before and After Ex-Dividend Date in Indonesia Stock Exchange (BEI) Period 2008-2012*. International Journal of Science and Research (IJSR).
- Tandelilin, Eduardus. 2010. Portofolio dan Investasi; Teori dan Aplikasi. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPF.