



REAKSI PASAR TERHADAP *DIVIDEND ANNOUNCEMENT* PERUSAHAAN YANG SAHAMNYA MASUK DAFTAR EFEK SYARIAH

Moh. Khoiruddin , **Evy Rochfa Faizati** 

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima Mei 2014

Disetujui Agustus 2014

Dipublikasikan September 2014

Keywords:

Abnormal Return;

TradingVolume Activity;

DividendAnnouncement

Abstract


Tujuan dilakukan penelitian ini adalah untuk menguji reaksi pasar yang diukur dengan variabel abnormal return dan trading volume activity (TVA) di sekitar pengumuman dividen (dividend announcement). Populasi dalam penelitian ini adalah semua pengumuman dividen dari perusahaan yang sahamnya masuk pada daftar efek syariah (DES) Indonesia pada tahun 2013, yang berjumlah 40. Sampel penelitian diambil dari semua jumlah populasi. Analisis data dilakukan dengan uji One Sample t-test untuk menguji reaksi pasar yang terjadi selama periode pengamatan (event window) 21 hari yaitu t-10 (10 hari sebelum pengumuman dividen), t0 (saat pengumuman dividen), dan t+10 (10 hari sesudah pengumuman dividen). Hasil penelitian menunjukkan terdapat reaksi pasar di sekitar hari pengumuman dividen yang diukur menggunakan variabel abnormal return dan trading volume activity (TVA).

THE MARKET REACTION TOWARD COMPANIES' DIVIDEND ANNOUNCEMENT WHICH THEIR SHARES BELONG TO SHARIA SECURITIES LIST

Abstrak

The purpose of this study was to test the market reaction which was measured by abnormal return variable and trading volume activity (TVA) around the dividend announcement. The population of this study was all companies's dividend announcement which their shares were listed on Indonesia Syariah Securities List published in 2013, they were 40 companies. The samples were taken from all population. The data were analyzed by one sample t-test to test the market reactions which occurred during event window for 21 days; they were t-10 (10 days before the dividend announcement), t0 (at the dividend announcement time), and t+10 (10 days after the dividend announcement). Based on the research results, it can be seen that there was a market reaction around the dividend announcement which was measured by abnormal returns variable and trading volume activity (TVA).

JEL Classification: G3, G32

 Alamat korespondensi :

Gedung C6 Lantai 1 FE UNNES

Kampus Sekaran, Gunungpati, Semarang

E-mail: mohkhoiruddin@yahoo.co.id, evyfaizati@yahoo.com

PENDAHULUAN

Investor saham merupakan pemilik saham yang diterbitkan suatu perusahaan, yang sekaligus mempunyai hak kepemilikan atas perusahaan tersebut, sehingga investor berhak atas segala informasi yang berkaitan dengan perkembangan perusahaan. Untuk memenuhi hal tersebut, perusahaan wajib mempublikasikan informasi baik berupa laporan keuangan maupun kebijakan-kebijakan penting perusahaan. Salah satu informasi penting, terutama bagi investor atau pelaku pasar adalah kebijakan dividen perusahaan. Pada umumnya investor berinvestasi saham dalam jangka panjang dengan maksud untuk memperoleh dividen. Teori kebijakan dividen *signaling theory* menyatakan bila sinyal informasi dividen eksklusif manajemen sampai kepada pemegang saham, maka peningkatan dividen tak terduga menyebabkan apresiasi harga saham yang *abnormal* (Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985; Miller & Rock, 1985; Ofer & Thakor, 1987).

Sementara, teori kebijakan dividen aliran kas bebas/*free cashflow theory* menyatakan bila dividen mengurangi inefisiensi arus kas bebas, maka peningkatan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan melalui pengurangan kelebihan uang tunai (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Lang & Litzenger, 1989). Kedua teori tersebut memprediksi bahwa kenaikan tak terduga dividen menghasilkan reaksi harga positif, yang secara empiris telah terdukung. Apabila manajemen perusahaan memutuskan untuk membayar dividen, maka jumlah laba yang ditahan akan berkurang, dan jika manajemen memutuskan tidak membayar dividen, maka akan meningkatkan pendanaan dari sumber dana internal untuk kepentingan pengembangan usaha di masa depan (Yulianto, 2013). Kebijakan dividen sampai saat ini terus menjadi perdebatan, terutama pada saat kebijakan dividen dihubungkan dengan nilai perusahaan yang nantinya berpengaruh pada harga saham.

Perusahaan dalam rangka untuk memperluas akses sumber pendanaan dimungkinkan untuk menerbitkan saham syariah. Daftar saham syariah ini di Indonesia dapat diakses melalui Daftar Efek Syariah yang telah mulai diterbitkan pada tahun 2007. Daftar Efek Syariah (DES) merupakan kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. DES tersebut merupakan panduan investasi bagi reksadana syariah dalam menempatkan dana kelolaannya, serta dapat juga dipergunakan oleh investor yang mempunyai keinginan untuk berinvestasi pada portofolio efek syariah.

Perusahaan yang sahamnya masuk daftar efek syariah sangatlah berbeda dengan perusahaan yang sahamnya tidak termasuk ke dalam daftar efek syariah, hal itu karena untuk dapat masuk ke dalam daftar efek syariah, suatu perusahaan harus dapat memenuhi kriteria daftar efek syariah yang telah ditetapkan. Pada aspek keuangan, setidaknya terdapat dua kriteria yang harus dipatuhi. Kedua, total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak boleh lebih dari 10%. Dengan kriteria tersebut membuat struktur modal dan struktur pendapatan menjadi khas pada perusahaan yang sahamnya terdaftar di DES, dan dimungkinkan akan berpengaruh pada kebijakan dividen yang dibuat.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kandungan informasi dalam pengumuman kebijakan dividen bermanfaat bagi investor, yaitu bahwa kebijakan dividen direspon positif oleh pasar sebagaimana ditemukan pada penelitian Ratnawati et al. (2009). Penelitian tersebut menggunakan *return*, *abnormal return* dan *security return variability* (SRV) sebagai ukuran reaksi pasar terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan adanya perubahan nilai variabel tersebut pada saat terjadinya pengumuman dividen, yang berarti pasar bereaksi terhadap pengumuman kebijakan dividen. Penelitian Mirdah dan

Solikhin (2010) menunjukkan bahwa informasi kebijakan dividen perusahaan merupakan salah satu unsur penting yang dapat mempengaruhi harga saham.

Penelitian lainnya menunjukkan hal yang berbeda yaitu bahwa kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh pada pasar. Penelitian yang dilakukan oleh Amah dan Nuraina (2012), dan Chowdhury dan Ali (2010), menyatakan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan harga saham atau reaksi pasar. Ringkasan penelitian terdahulu dapat dilihat pada Tabel 1.

Hasil penelitian yang sudah ada menunjukkan bahwa terdapat *research gap*, yaitu ketidakkonsistenan hasil penelitian reaksi pasar terhadap pengumuman kebijakan dividen. Penelitian lanjutan mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman dividen (*dividend announcement*) secara spesifik pada perusahaan yang sahamnya masuk dalam kategori efek

syariah sepanjang penulis ketahui belum ada publikasi ilmiahnya yang bisa diakses.

Penelitian ini dilakukan berangkat dari kondisi adanya *research gap* sebagaimana dijelaskan di atas, serta sebagai upaya menginvestigasi reaksi pasar terhadap pengumuman dividen yang dilakukan perusahaan yang sahamnya masuk dalam kategori efek syariah. Melalui pengujian *one sampel t-test* penelitian ini akan menguji apakah kebijakan dividen pada perusahaan dengan karakteristik keuangan yang khas syariah tersebut mengandung informasi penting yang direspon oleh pasar.

Abnormal return dan *trading volume activity* (TVA) digunakan untuk mengetahui ada tidaknya reaksi pasar terhadap pengumuman dividen di sekitar periode pengumuman. *Abnormal return* terjadi ketika sejumlah investor mampu mendapatkan return di atas normal karena kecepatan dalam

Tabel 1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti dan Tahun	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
1	Ratnawati et al. (2009)	Analisa Dampak Pengumuman Dividen Terhadap <i>Return</i> , Variabilitas Tingkat Keuntungan Dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham	Pengumuman dividen, <i>Return</i> saham, <i>Abnormal Return</i> saham, <i>Cumulative abnormal return</i> saham, variabilitas tingkat Keuntungan (SRV), aktivitas volume perdagangan (TVA).	<i>Dividend announcement</i> berpengaruh signifikan pada <i>return</i> periode sebelum-sesudah, dan SRV pd saat-sesudah dan sebelum –sesudah.
2	Mirdah dan Solikhin (2010)	Analisis Dampak Pengumuman Dividen terhadap Reaksi Pasar (Studi Empiris Pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2008)	<i>Abnormal return</i> , pengumuman dividen.	Pengumuman dividen memiliki kandungan informasi, yang terlihat dari reaksi pasar secara signifikan

Tabel 1. Lanjutan

No	Peneliti dan Tahun	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
3	Amah dan Nuraina (2012)	Reaksi Pasar sebagai dampak Publikasi Dividen.	P u b l i k a s i Dividen, harga saham, volume perdagangan saham.	Tidak terdapat perbedaan <i>return</i> dan TVA selama <i>event window</i> t-5, t0, t+5. Pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap reaksi pasar.
4	Gantjowati dan Sulistiyani (2008)	Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Perusahaan yang masuk <i>Corporate Governance Perception Index</i> .	<i>Security Return Variability</i> (SRV) dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA).	Pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk <i>Corporate Governance Perception Index</i> (CGPI) memiliki kandungan informasi dan secara statistik mempunyai reaksi pasar yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.
5	Akbar dan Baig(2010)	<i>Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan</i>	Rata-rata <i>abnormal return</i> dan kumulatif rata-rata <i>abnormal return</i> , publikasi dividen.	Penelitian menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap dividen kas pengumuman tidak signifikan secara statistik.
6	Kurnianingsih (2011)	Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Pada Perusahaan Manufaktur (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia)	Pengumuman dividen, <i>abnormal return</i> .	Pasar bereaksi signifikan, terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal</i> pada sebelum dan sesudah pengumuman.
7	Chowdhury et al. (2010)	<i>Effect of Dividend on Stock Price in Emerging Stock Market: A Study on the Listed Private Commercial Banks in DSE.</i>	Pengumuman dividen, harga saham.	Pengumuman hasil dividen tidak menghasilkan dampak yang signifikan terhadap pergerakan harga saham.
8	Almilia dan Pus-pita (2007)	Reaksi Pasar terhadap <i>Dividen Initiations</i> dan <i>Dividen Omissions</i> pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Abnormal return</i> , <i>Trading Volume Activity</i> (TVA), <i>dividen initiations</i> dan <i>dividen omissions</i> .	<i>Dividenommissions</i> dan <i>dividen initiations</i> memiliki kandungan informasi dan secara statistik signifikan

Tabel 1. Lanjutan

No	Peneliti dan Tahun	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
9	Hidayat et al. (2009)	Analisis Pengumuman Pembayaran Dividen terhadap <i>Abnormal Return</i> pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia.	<i>Abnormal return</i> , <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA).	Pengumuman dividen memiliki kandungan informasi dan terdapat perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman dividen pada variabel <i>average abnormal return</i> dan TVA.
10	Mubarik et al (2010)	<i>Impact Of Dividend Announcement On Share Price Of Oil And Gas Marketing Sector</i>	<i>Dividend announcement</i> , harga saham.	Terdapat dampak negatif signifikan pengumuman dividen pada harga saham sektor pemasaran minyak dan gas.

Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

mendapatkan dan mengelola informasi menjadi keputusan investasi di pasar modal. Sementara *trading volume activity* menunjukkan seberapa besar transaksi perdagangan di bursa dilakukan dilihat dari volume perdagangan yang terealisasi. Ketika terdapat *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan di sekitar pengumuman dividen, maka disimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen perusahaan yang sahamnya terdaftar pada daftar efek syariah tersebut. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan untuk diuji dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1: terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar dividend announcement

H2: terdapat trading volume activity (TVA) yang signifikan di sekitar dividend announcement

Dengan demikian, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal return* pada periode sekitar pengumuman dividen pada perusahaan yang sahamnya masuk Daftar Efek Syariah serta untuk mengetahui apakah terdapat reaksi pasar yang diukur dengan *trading*

volume activity (TVA) di sekitar pengumuman dividen pada perusahaan yang sahamnya masuk Daftar Efek Syariah.

METODE

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diambil dengan metode dokumentasi. Populasi pada penelitian ini adalah semua pengumuman dividen dari perusahaan yang sahamnya masuk pada daftar efek syariah (DES) Indonesia pada periode tahun 2013, yang berjumlah berjumlah 40. Sampel diambil dari semua populasi.

Sebelum dilakukan analisis, untuk menguji normalitas data dilakukan pengujian dengan *One Sample Kolmogorov-Smirnov*. Alat analisis yang digunakan untuk menguji reaksi pasar yang diproksi dengan *abnormal return* dan *trading volume activity* terhadap pengumuman dividen, sekaligus untuk menguji hipotesis digunakan pengujian *t-test*.

Abnormal return pada penelitian ini dihitung dengan menggunakan *market adjusted model* dengan formula:

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

Keterangan:

Rit = Return aktual saham i pada periode t.
 Rmt = Return yang diharapkan saham i pada periode t.

Sedangkan *Trading Volume Activity* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\Sigma \text{ saham yang diperdagangkan}}{\Sigma \text{ saham yang beredar}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji normalitas yang dilakukan dengan menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dari variabel *abnormal return* menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,822 (lihat Tabel 2). Hal ini menunjukkan bahwa data variabel *abnormal return* terdistribusi secara normal, hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansinya yaitu sebesar 0,822 > 0,05 yang berarti signifikan dengan α 5% (0,05) sehingga data variabel *abnormal return* tersebut dinyatakan normal.

Uji normalitas menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dari variabel *trading volume activity* (TVA) menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,634. Hal ini menunjukkan bahwa data variabel *trading volume activity* (TVA) juga terdistribusi secara

normal, hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansinya yaitu sebesar 0,634 > 0,05 yang berarti signifikan dengan α 5% (0,05) sehingga data variabel *trading volume activity* (TVA) tersebut dinyatakan normal.

Hasil penelitian dengan menggunakan uji *one sample t-test* variabel *abnormal return*, menunjukkan bahwa pada hari t-10, t-8, t-6, t-2, t-1, t0, t+1, t+3, t+6, dan t+10 terjadi *abnormal return* signifikan dengan tingkat signifikansi berturut-turut adalah 20%, 20%, 5%, 10%, 20%, 5%, 20%, 10%, 5%, dan 10%. Hari pengamatan selain yang telah disebutkan diatas tidak signifikan, yaitu hari t-9, t-7, t-5, t-4, t-3, t+2, t+4, t+5, t+7, t+8, dan t+9 (lihat Tabel 3).

Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa H1 didukung atau terdapat reaksi pasar yang diukur menggunakan variabel *abnormal return* terhadap pengumuman dividen, sehingga Hipotesis 1 didukung.

Hasil penelitian menggunakan uji yang sama, yaitu *one sample t-test* untuk variabel *trading volume activity* (TVA) menunjukkan bahwa di 21 hari pengamatan disekitar pengumuman dividen terjadi TVA yang signifikan pada tingkat signifikansi 1% (lihat Tabel 4). Melihat pada hasil pengujian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa H2 didukung. Hal ini berarti bahwa terdapat reaksi pasar yang signifikan diukur dengan variabel *trading volume activity* (TVA) dan juga terjadi peningkatan

Tabel 2. Uji Normalitas Data Rata-rata *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
	AAR	TVA
N	21	21
Kolmogorov-Smirnov Z	.630	.746
Asymp. Sig. (2-tailed)	.822	.634

a. Test distribution is Normal.

Sumber: data yang diolah (2013)

Tabel 3. Hasil Pengujian *One Sample T-test* pada variabel *Abnormal Return* di Sekitar *Dividend Announcement*

Hari ke-t	Average Abnormal Return (AAR)	t-Hitung	Sig. (2-tailed)	Keterangan
t-10	0.0097	1.600	0.118	Signifikan *
t-9	0.0005	0.096	0.924	Tidak Signifikan
t-8	0.0100	1.651	0.107	Signifikan *
t-7	-0.0048	-0.734	0.468	Tidak Signifikan
t-6	-0.0145	-2.211	0.033	Signifikan ***
t-5	-0.0050	-0.939	0.354	Tidak Signifikan
t-4	-0.0035	-0.567	0.574	Tidak Signifikan
t-3	0.0090	1.288	0.205	Tidak Signifikan
t-2	0.0141	1.928	0.061	Signifikan **
t-1	0.0113	1.477	0.148	Signifikan *
t 0	-0.0143	-2.133	0.039	Signifikan ***
t+1	-0.0073	-1.370	0.178	Signifikan *
t+2	-0.0054	-0.778	0.441	Tidak Signifikan
t+3	-0.0111	-1.704	0.096	Signifikan **
t+4	0.0036	0.677	0.502	Tidak Signifikan
t+5	0.0012	0.161	0.873	Tidak Signifikan
t+6	0.0087	2.137	0.039	Signifikan ***
t+7	-0.0050	-0.936	0.355	Tidak Signifikan
t+8	0.0003	0.086	0.932	Tidak Signifikan
t+9	0.0045	0.657	0.515	Tidak Signifikan
t+10	-0.0071	-1.693	0.098	Signifikan **

Sumber: data yang diolah (2013)

Keterangan: * signifikan pada tingkat $\alpha = 20\%$ (t-hitung > 1,30364)
 ** signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$ (t-hitung > 1,68488)
 *** signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ (t-hitung > 2,02269)
 **** signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$ (t-hitung > 2,70791)

Tabel 4. Hasil Pengujian *One Sample T-test* pada variabel *Trading Volume Activity* di Sekitar *Dividend Announcement*

Hari ke-t	Average Trading Volume Activity (ATVA)	t-Hitung	Sig. (2-tailed)	Keterangan
t-10	0.0018	4.182	0.000	Signifikan ****
t-9	0.0015	5.066	0.000	Signifikan ****
t-8	0.0015	5.368	0.000	Signifikan ****
t-7	0.0013	4.550	0.000	Signifikan ****
t-6	0.0014	4.527	0.000	Signifikan ****
t-5	0.0015	4.434	0.000	Signifikan ****

Tabel 4. Lanjutan

Hari ke-t	Average Trading Volume Activity (ATVA)	t-Hitung	Sig. (2-tailed)	Keterangan
t-4	0.0017	4.895	0.000	Signifikan ****
t-3	0.0015	4.145	0.000	Signifikan ****
t-2	0.0014	5.270	0.000	Signifikan ****
t-1	0.0013	5.310	0.000	Signifikan ****
t 0	0.0012	4.416	0.000	Signifikan ****
t+1	0.0010	4.731	0.000	Signifikan ****
t+2	0.0015	4.444	0.000	Signifikan ****
t+3	0.0017	3.172	0.003	Signifikan ****
t+4	0.0016	4.242	0.000	Signifikan ****
t+5	0.0010	4.270	0.000	Signifikan ****
t+6	0.0014	3.759	0.001	Signifikan ****
t+7	0.0015	4.415	0.000	Signifikan ****
t+8	0.0012	4.106	0.000	Signifikan ****
t+9	0.0010	4.937	0.000	Signifikan ****
t+10	0.0011	4.836	0.000	Signifikan ****

Sumber: data yang diolah (2013)

Keterangan: * signifikan pada tingkat $\alpha = 20\%$ (t-hitung > 1,30364)

** signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$ (t-hitung > 1,68488)

*** signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ (t-hitung > 2,02269)

**** signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$ (t-hitung > 2,70791)

trading volume activity yang signifikan pada sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman dividen (*dividend announcement*).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat reaksi pasar yang diukur menggunakan variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA) dimana hal tersebut dapat dilihat dari adanya *abnormal return* dan TVA yang signifikan disekitar hari pengumuman dividen. Peristiwa pengumuman dividen menimbulkan *abnormal return* yang menunjukkan bahwa peristiwa tersebut mempengaruhi harga saham yang berarti bahwa pasar atau investor bereaksi terhadap informasi tersebut. Munculnya *abnormal return* signifikan sebelum pengumuman dividen terjadi kemungkinan dikarenakan adanya kebocoran informasi sebelum pengumuman dividen.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada 21 hari pengamatan muncul *abnormal return* dengan dua arah yang berbeda yaitu positif dan negatif. Adanya *abnormal return* positif menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman dividen direspon positif oleh investor atau investor menganggap bahwa informasi pengumuman dividen sebagai berita baik (*good news*) sehingga investor menganggap informasi tersebut dapat digunakan untuk memprediksi prospek laba perusahaan dimasa yang akan datang. *Abnormal return* negatif menunjukkan bahwa investor merespon negatif pengumuman dividen dan menganggap bahwa pengumuman dividen sebagai sinyal buruk atau berita buruk (*bad news*). Hal ini sejalan dengan teori mengenai *dividend signaling theory* yang diungkapkan oleh Bhattacharya (1979) yang

menyatakan bahwa informasi yang terkandung pada pengumuman deviden sangatlah penting bagi para investor sehingga hal tersebut dapat mempengaruhi *return* saham.

Menurut Zainafree (2005) munculnya *abnormal return* negatif sesudah pengumuman dividen kemungkinan disebabkan oleh ulah para investor yang melakukan *profit taking* (mencari keuntungan) setelah pengumuman terjadi yaitu dengan menjual saham yang harganya sudah meningkat drastis karena adanya pengumuman dividen sehingga investor memperoleh *capitalgain* yang besar.

Hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar yang signifikan pada semua hari, baik di periode sebelum maupun sesudah pengumuman dividen dengan tingkat signifikansi yang sama yaitu 1% (0,01). Pengumuman dividen dianggap investor sebagai informasi yang penting dan berita baik (*good news*). Berdasarkan hal tersebut maka investor yang menerima informasi tersebut akan segera memanfaatkan informasi tersebut dengan membeli saham perusahaan yang mengumumkan dividen dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan berupa *abnormal return*. Hal tersebut menyebabkan TVA terus mengalami peningkatan disekitar hari pengumuman dividen, hal ini juga menunjukkan bahwa saham perusahaan sudah memiliki likuiditas yang cukup baik karena memiliki volume perdagangan atau TVA yang tinggi.

Terdapat beberapa teori yang dapat menjelaskan mengenai kebijakan dividen. Teori yang pertama adalah *Dividend Irrelevance Theory*, Modigliani dan Miller mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun biaya modalnya. Hal tersebut mengisyaratkan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Teori kedua adalah *Bird in The Hand Theory*, Brigham et al. (1999) menyatakan bahwa *return* saham yang disyaratkan oleh investor meningkat jika pembagian dividen dikurangi. Investor menilai

hasil dividen lebih kecil risikonya dari *capital gain* sehingga investor lebih yakin terhadap penerimaan pembayaran dividen.

Dividend Signaling theory menyatakan bahwa informasi yang terkandung pada pengumuman deviden sangatlah penting bagi para investor sehingga hal tersebut dapat mempengaruhi *return* saham. Teori ini dikembangkan oleh Bhattacharya (1979). Kebijakan pembayaran dividen pada dasarnya dilakukan oleh perusahaan dengan tujuan untuk tetap menjaga nilai perusahaan tersebut, karena kebutuhan perusahaan untuk pembelanjaan didapatkan dari pengeluaran saham baru. Dengan demikian perusahaan harus tetap bisa menjaga keseimbangan dalam penggunaan sumber dana dengan baik (Gitosudarmo & Basri, 2008).

Ratnawati et al. (2009) menguji Pengumuman Dividen terhadap *Return*, Variabilitas Tingkat Keuntungan dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen berpengaruh signifikan pada *return* dan SRV. Amah dan Nuraina (2012) menguji reaksi pasar sebagai dampak publikasi dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* dan TVA selama *event window* $t-5, t_0, t+5$, sehingga disimpulkan pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap reaksi pasar. Mirdahdan Solikhin (2010) menunjukkan bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi, yang terlihat dari reaksi pasar secara signifikan di sekitar pengumuman.

Gantowati dan Sulistiyani (2008) menguji reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk *corporate governance perception index*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) memiliki kandungan informasi dan secara statistik mempunyai reaksi pasar yang signifikan di

sekitar tanggal pengumuman dividen. Reaksi pasar pada penelitian ini diukur menggunakan variabel *Security Return Variability* (SRV) dan *Trading Volume Activity* (TVA).

Akbar dan Baig (2010) dengan menggunakan data pengumuman dividen kas di Pakistan menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* dan kumulatif *abnormal return* tidak signifikan di sekitar pengumuman. Mubarik et al. (2010) menemukan dampak negatif signifikan pengumuman dividen pada harga saham sektor pemasaran minyak dan gas. Kurnianingsih (2011) melalui uji beda rata-rata menunjukkan pasar bereaksi signifikan yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan *abnormal return* pada sebelum dan sesudah pengumuman.

Kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham (Brigham & Houston, 2001). Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen dapat diukur dengan menggunakan variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA). *Abnormal return* saham atau *return tak normal* (RTN_i) adalah selisih (positif atau negatif) dari *return* aktual di seputar pengumuman (R_i) dengan *return* harapan $E(R_i)$ (Tandelilin, 2010). Apabila terjadi *abnormal return* positif berarti bahwa keuntungan yang didapat di atas normal, begitupun sebaliknya.

Trading volume activity (TVA) atau sering disebut sebagai aktifitas volume perdagangan adalah jumlah saham yang diperdagangkan pada hari tertentu. *Trading volume activity* adalah alat yang digunakan untuk melihat tingkat likuiditas saham dan juga untuk melihat apakah informasi pengumuman dividen dinilai sebagai sesuatu yang informatif bagi investor. *Trading volume activity* (TVA) merupakan aktifitas volume atau jumlah perdagangan harian dari suatu saham perusahaan. Semakin tinggi dan semakin

sering saham perusahaan diperdagangkan maka semakin baik pula tingkat likuiditas dari saham tersebut.

SIMPULAN DAN SARAN

Pengumuman dividen menimbulkan reaksi pasar signifikan yang diukur dengan variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA). Hal tersebut dapat dilihat dari adanya *abnormal return* yang signifikan disekitar hari pengumuman dividen dan *trading volume activity* (TVA) yang mengalami peningkatan yang signifikan.

Bagi investor hendaknya dalam pengambilan suatu keputusan berinvestasi untuk lebih berhati-hati dan mempertimbangkan kandungan informasi yang tersedia, sehingga dapat memperoleh keuntungan yang besar pada investasi dan tidak mengalami kerugian. Khususnya informasi mengenai *dividend announcement* pilihlah perusahaan yang memiliki struktur modal yang baik misalnya seperti pada perusahaan yang terdaftar pada daftar efek syariah (DES), karena DES memiliki kriteria untuk perusahaan yang ingin masuk DES, sehingga struktur modal perusahaan tersebut sudah diseleksi dengan cukup baik.

Bagi perusahaan emiten tetap harus memperhatikan struktur modal perusahaan sebelum melakukan kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki struktur modal yang buruk dan memaksakan untuk melakukan kebijakan dividen, maka ditakutkan perusahaan tidak bisa menanggung hutang-hutang perusahaan dan risiko perusahaan untuk mengalami kebangkrutan semakin tinggi.

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menguji reaksi pasar terhadap suatu informasi menggunakan variabel lainnya seperti variabel SRV, *bid-ask spread*, *return saham* dan variabel lainnya sebagai ukuran reaksi pasar. penelitian selanjutnya dapat digunakan metode lain untuk

menghitung *abnormal return* seperti *mean adjusted model* dan *market model*, sehingga dapat diketahui perbedaannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, M & Baig, H. H. 2010. Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*. 15 (1): 103-125.
- Almilia, L. S & Puspita, D. 2007. *Reaksi Pasar terhadap Dividen Initiations dan Dividen Omissions pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Kristen Maranatha Bandung, 3 November 2007:1-34.
- Amah, N & Nuraina E. 2012. Reaksi Pasar Sebagai Dampak Publikasi Dividen Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2004-2006. *Prestasi*. 10 (2): 105-116.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*. 10: 259-270.
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C & Daves, P. R. 1999. *Intermediate Financial Management, Sixth Edition*. New York: The Dryden Press.
- Brigham, E & Houston, J. F. 2001. *Manajemen Keuangan, Terjemahan Suharto, D. Buku 2, Edisi 8*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chowdhury, T. A & Ali, M. B. 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*. 2 (4): 52-64.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*. 84: 650-659.
- Gantuwati, E & Sulistiyani, Y. 2008. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Perusahaan yang Masuk Corporate Governance Perception Index. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 10 (3): 161-171.
- Gitosudarmo, I & Basri. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hidayat, R & Mukhlisin, M. 2009. Analisis Pengumuman Pembayaran Dividen terhadap Abnormal Return Saham pada Perusahaan LQ45 Dibursa Efek Indonesia. *Potensi*. 10 (2): 33-53.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs Of Free Cash flow, Corporate Finance, And Takeovers. *American Economic Review, Papers And Proceedings*. 76: 323-329.
- John, K & Williams, J. 1985. Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium. *Journal of Finance*. 40: 1053-1070.
- Kurnianingsih, H. 2011. Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Perusahaan Manufaktur (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Graduasi*. 25: 61-67.
- Lang, L. H. P & Litzenberger, R. H. 1989. Dividend Announcements. *Journal of Financial Economics*. 24: 181-191.
- Miller, M & Rock, K. 1985. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. 40: 1031-1051.
- Mirdah, A & Solikhin, A. 2010. Analisis Dampak Pengumuman Dividen terhadap Reaksi Pasar (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2008). *Jurnal Penelitian Universitas Jambi Seri Humaniora*. 12 (2): 01-08.
- Mubarik, F., Rashid, M & Zia-ur-Rehman, M. 2010. Impact of Dividend Announcement on Share Price of Oil and Gas Marketing Sector. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business*. 2 (6): 358-370.
- Ofer, A. R & Thakor, A. V. 1987. A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends. *Journal of Finance*. 42: 365-406.
- Ratnawati, S & Triyuwono, I. 2009. Analisa Dampak Pengumuman Dividen terhadap Return, Variabilitas Tingkat Keuntungan dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham. *Wacana*. 12 (4): 712-724.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Yulianto, A. 2013. Keputusan Struktur Modal dan Kebijakan Dividen sebagai Mekanisme Mengurangi Masalah Keagenan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 4 (2): 164-183.
- Zainafree, G. 2005. Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Tidak Dipublikasikan*. Semarang: Magister Manajemen, Universitas Diponegoro.