

PENGUJIAN MODEL HUBUNGAN SIMULTANITAS ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL, LEVERAGE, DAN KEBIJAKAN DEVIDEN DALAM PERSPEKTIF TEORI KEAGENAN (STUDI EMPIRIS TERHADAP PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA)

Bonaventura Trio Bramantyo, N. Agus Sunarjanto

Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

Abstract

The purpose of this research is to test the market reaction shown by the existence of abnormal return to the change of cash dividend distribution in two different condition that is bullish and bearish market condition in period 2014-2016. The sample used in this research is 165 announcement of dividend up and down. The method used in this study is the analysis of event study to analyze the market reaction in the observation period that is 11 days around the date of the announcement of cash dividends. The results of this study indicate that in bullish or bearish condition, the increase and decrease of cash dividend to be distributed has no impact on market reaction. Therefore, this study does not support signaling theory.

Key words: Signal Theory, Event Study, Announcement of Cash Dividend, Bullish, Bearish

1. PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi yang pesat memungkinkan semua pihak berkesempatan untuk melakukan investasi. Investasi adalah kegiatan menanamkan modal pada suatu jenis usaha tertentu dengan tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan pelaku investasi. Investasi dapat dilakukan pada dua jenis sektor yaitu sektor riil dan sektor finansial. Pada sektor riil investor akan mengalokasikan modalnya untuk membeli aset-aset yang berupa gedung, tanah, mesin yang selanjutnya akan dikelola untuk menghasilkan produk atau memberikan nilai tambah atas aset yang dimilikinya.

Berbeda dengan sektor riil, investasi pada sektor finansial jauh lebih mudah karena tidak memerlukan pengelolaan seperti pada sektor riil, selain itu investor juga akan diberikan banyak pilihan investasi dengan tingkat keuntungan dan risiko yang berbeda-beda atas produk finansial yang ditawarkan. Produk-produk finansial seperti obligasi, saham, reksa dana, dan produk-produk derivatif diperdagangkan melalui pasar modal. Indonesia memiliki pasar modal yaitu Bursa Efek Indonesia yang menawarkan berbagai jenis produk finansial (sekuritas) untuk memenuhi kebutuhan investor dalam memperoleh pendapatan atas investasi

yang dilakukan. Salah satu jenis produk finansial yang sering diperdagangkan pada pasar modal ialah saham. Saham merupakan produk yang mampu memberikan return tinggi namun juga memiliki risk yang tinggi pula.

Return yang dapat diperoleh dari investasi saham antara lain return berupa dividen dan capital gain. Capital gain merupakan return yang diperoleh dari selisih harga beli dan harga jual saham yang dimiliki ketika investor membeli saham pada harga murah dan menjualnya pada harga yang tinggi maka capital gain yang diperoleh semakin tinggi, sedangkan menurut Tangkilisan dan Hessel (2003:227), dividen adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham "pemilik modal sendiri, equity.

Perbedaan lain antara dividen dan capital gain adalah tingkat risiko yang akan dihadapi oleh investor, ketika investor menerima dividen maka risiko yang akan dihadapi investor akan lebih kecil dibandingkan risiko capital gain karena investor sudah memperoleh pendapatan dengan jumlah yang pasti, sedangkan capital gain memiliki ketidakpastian yang cukup tinggi akibat volatilitas harga saham yang terjadi. Tentu saja tidak ada investor yang suka dengan risiko, maka dari itu investor akan melakukan mitigasi atas risiko dari

keputusan investasi yang akan dilakukan (meminimalkan risiko) dengan cara melakukan analisis agar dapat menentukan keputusan investasi yang paling tepat untuk memperoleh pendapatan yang diharapkan.

Kualitas analisis sangat dipengaruhi oleh berbagai informasi yang tersebar di pasar, baik informasi tersebut positif maupun negatif. Adapun jenis informasi yang tersedia pada pasar saham antara lain: informasi yang tersedia pada masa lalu (laba perusahaan tahun lalu), informasi yang tersedia saat ini (pengumuman kenaikan/penurunan dividen tahun ini), informasi yang merupakan pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang dapat mempengaruhi harga saham. Salah satu peristiwa (event) yang dapat digunakan dalam memperoleh informasi terkait suatu saham adalah pengumuman dividen.

Menurut Graham dan Smart (2010) pengumuman dividen merupakan hari ketika perusahaan memberikan informasi kepada publik (pasar) mengenai pembagian dividen, sekaligus penentuan tanggal-tanggal yang dijadikan syarat bagi pemegang saham yang dapat menerima dividen. Paulus (2008) mendefinisikan corporate action sebagai suatu tindakan yang dilakukan oleh perusahaan go public dan dapat mempengaruhi jumlah saham yang beredar dan harga saham perusahaan yang bersangkutan. Pengumuman dividen merupakan salah satu bentuk dari corporate action yang sering dilakukan oleh manajer perusahaan dengan tujuan untuk memberikan sinyal bagi investor terkait dengan prospek perusahaan kedepannya.

Dua bentuk dividen yang sering dibagikan perusahaan yaitu dividen saham dan dividen tunai. Dividen saham merupakan jenis dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham, sedangkan dividen tunai dibayarkan dalam bentuk tunai. Kandungan informasi dari kedua bentuk dividen tersebut juga berbeda, ketika perusahaan mengumumkan untuk membagi dividen dalam bentuk tunai (cash dividend) maka investor dapat menyimpulkan bahwa perusahaan tersebut berada pada kondisi likuiditas yang cukup baik, sebaliknya ketika perusahaan mengumumkan untuk membagi dividen dalam bentuk saham (stock dividend) maka investor dapat menyimpulkan bahwa perusahaan tersebut berada pada kondisi likuiditas yang kurang baik. Oleh karena itu pengumuman dividen tunai yang mengandung informasi lebih menarik perhatian investor dan mempengaruhi keputusan jual-beli pada pasar saham yang ditunjukkan dengan adanya pergerakan harga saham menuju harga keseimbangan baru (reaksi pasar).

Ketika pasar bereaksi atas pengumuman dividen tunai dengan muatan informasi baik positif ataupun

negative maka investor akan memiliki peluang dalam memperoleh abnormal return. Kurniasih, Siregar, Sembel, dan Achسانی (2011) berpendapat bahwa ketika pengumuman dividen mengandung informasi positif maka investor berpeluang untuk memperoleh abnormal return positif, vice versa.

Namun persepsi setiap investor terhadap informasi berbedabeda, sehingga persepsi tersebut akan menjadi dasar atas keputusan investasi (reaksi) yang berbedabeda pula. Perbedaan keputusan investasi yang terjadi pada pasar akan menimbulkan gaya tarik menarik antara supply dan demand (penyesuaian harga saham) atas saham yang diperdagangkan sehingga akan terbentuk harga keseimbangan saham baru. Jika dilihat dari kondisi pasar modal Indonesia yang memiliki volatilitas tinggi, tentunya tindakan investor tidak hanya dipengaruhi oleh informasi yang tersebar saja melainkan juga dipengaruhi oleh kondisi makro di Indonesia.

Kondisi politik yang tidak stabil, ataupun regulasi-regulasi yang ditentukan pemerintah, melemahnya nilai rupiah, dan faktor lainnya membuat investor kesulitan untuk menilai suatu saham atau dengan kata lain sulit untuk mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, untuk merangkum faktor-faktor tersebut digunakan Index Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan rata-rata harga seluruh saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Dengan adanya IHSG akan membantu investor untuk melakukan estimasi atas return atas suatu saham berdasarkan kondisi pasar modal saat itu. Jones (1998) dalam Tandelilin (2001) mengelompokkan kondisi pasar menjadi dua yaitu: (1) Kondisi pasar yang sedang aktif, ditunjukkan pada peningkatan harga dan volume perdagangan (Pasar bullish), (2) Kondisi pasar yang sedang lesu, ditunjukkan dengan adanya penurunan harga dan volume perdagangan (Pasar bearish).

Kondisi pasar bullish dan bearish menjadi variabel yang penting dikarenakan kondisi pasar akan mempengaruhi keputusan investasi investor. Pernyataan ini didukung dengan adanya hasil penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin (2001) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan beta portofolio pada dua kondisi yang berbeda (bullish dan bearish) mempengaruhi return portofolio secara signifikan.

Banyak penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap return saham yang telah dilakukan, namun masih menunjukkan hasil yang kontradiktif antar penelitian. Beberapa penelitian seperti yang dilakukan oleh Jais,dkk (2009) pada Kuala Lumpur Stock Exchange diperoleh hasil bahwa kenaikan dividen akan direspon positif oleh pasar begitu juga

sebaliknya. Hal tersebut juga didukung oleh Anita dan Ardiana (2014), Lonie, Abeyratna, Power (1996) yang menunjukkan hasil yang sama. Namun terdapat beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa dividen tidak mengandung informasi sehingga naik ataupun turunnya dividen tidak menimbulkan adanya reaksi pasar seperti penelitian yang dilakukan oleh Nangoy (2013), Mentari dan Abundanti (2016).

Adanya perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar menunjukkan bahwa masih terdapat research gap pada topik ini, sehingga diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai topik ini, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penambahan kondisi pasar bullish dan bearish yang diharapkan dapat memberikan kontribusi baru untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Teori Pasar Efisien

Pada penelitian ini, teori efficient market merupakan dasar atas variabel yang akan diteliti. Berikut penjelasannya: Teori Efficient Market Teori pasar efisien merupakan teori yang membahas mengenai pengaruh informasi pasar terhadap kondisi pasar. Teori ini mengasumsikan bahwa seluruh pelaku pasar (investor) melakukan keputusan investasi yang rasional, hal ini dikarenakan investor memiliki informasi yang sama dengan penerimaan waktu informasi yang sama pula. Dengan kata lain, tidak ada investor yang memperoleh manfaat lebih (abnormal return) dari informasi yang diterimanya. Teori ini dipopulerkan oleh Fama pada tahun 1970, dengan mengusung Efficient Market Hypothesis (EMH).

Pada hipotesis ini dikatakan bahwa aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru Tandelilin (2010). Oleh karena itu, pasar dapat dikatakan efisien apabila investor semakin cepat dalam bereaksi atas informasi yang diterima, hal ini dapat ditunjukkan oleh pergerakan harga saham menuju harga keseimbangan baru. Selain itu, dalam EMH Fama juga melakukan pengklasifikasian pasar efisien menjadi tiga bentuk, yaitu:

1. Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (weak form)
Pada hipotesis ini pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah apabila semua informasi di masa lalu (historikal) tercermin secara penuh pada bentuk harga saham sekarang. Sebagai contoh, kondisi pasar suatu sekuritas menunjukkan suatu pola

peningkatan harga pada akhir tahun dan penurunan harga pada awal tahun. Berdasarkan hipotesis ini maka investor akan menerima informasi mengenai pola/tren tersebut secara cepat dan melakukan perubahan strategi dagang yang diterapkannya, yaitu menjual sekuritas pada akhir tahun dan membeli sekuritas pada awal tahun. Oleh karena itu, informasi masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham di masa depan yang digunakan sebagai sarana untuk memperoleh abnormal return.

2. Hipotesis pasar efisien bentuk semi kuat (semi-strong form) Pasar efisien bentuk semi kuat atau yang disebut event study pada penelitian yang dilakukan oleh Fama (1991) merupakan kondisi pasar efisien yang ditunjukkan dengan harga sekuritas yang telah mencerminkan segala informasi historis selain itu juga informasi yang dipublikasikan di pasar. Informasi-informasi yang tersebar pada pasar antara lain: pengumuman laba, dividen, peluncuran produk baru, adanya perubahan regulasi oleh pemerintah terkait perusahaan, dan masih banyak lagi. Pada hipotesis ini dikatakan bahwa investor juga tidak dapat memperoleh abnormal return atas informasi publik yang telah diterimanya, karena seluruh investor sudah mengetahui informasi tersebut dan mengakibatkan perubahan harga saham menuju titik keseimbangan baru yang semakin cepat.
3. Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (strong form) Pasar efisien bentuk kuat merupakan kondisi pasar yang menunjukkan bahwa harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang terpublikasi dan tidak dipublikasi (private information). Tidak jauh berbeda dengan dua hipotesis sebelumnya, pada hipotesis ini juga dikatakan bahwa kondisi pasar ini dapat tercapai apabila tidak ada seorangpun baik individu maupun institusi yang dapat memperoleh abnormal return dengan memanfaatkan informasi yang terdapat di pasar dan informasi yang berasal dari orang dalam. Hal ini juga berlaku untuk pihak manajemen maupun keluarganya (insider trading) yang notabeneanya memiliki informasi lebih mengenai perusahaan.

2.2 Pasar Modal

Pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (emiten). Tandelilin (2010:26), pasar modal dapat didefinisikan sebagai: "pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi".

Dalam pasar modal, terdapat banyak jenis sekuritas yang diperdagangkan dan dibagi menjadi 4 kelompok yaitu sekuritas di pasar ekuitas (saham, bukti right, waran); sekuritas di pasar obligasi (obligasi, obligasi konversi); sekuritas di pasar derivatif (kontrak berjangka, kontrak opsi); reksa dana (reksa dana saham, campuran). Saham dan obligasi merupakan sekuritas yang sering diperdagangkan. Saham merupakan surat berharga yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan dan dapat memberikan return tinggi hanya saja memiliki fluktuasi yang tinggi juga (high risk), sedangkan obligasi ialah surat hutang yang diterbitkan oleh perusahaan ataupun negara dan dapat memberikan pendapatan tetap (fixed income) dengan tingkat risiko rendah bahkan 0% (risk free).

Oleh karena itu, pasar modal dapat dikatakan sebagai sarana investasi yang efisien karena investor dapat memilih instrumen investasi (sekuritas) yang sesuai dengan kebutuhannya dan dapat membeli jenis sekuritas yang dapat mengelola dananya secara maksimal, hal ini dapat ditunjukkan pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

2.3 Event Studies

Tandelilin (2010:239) menjelaskan bahwa event studies merupakan penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas. Berdasarkan EMH (efficient market hypothesis) Fama (1970), event studies merupakan bentuk pasar efisien semi-kuat yang menunjukkan kondisi harga saham yang sudah mencerminkan segala informasi yang telah dipublikasikan. Oleh karena itu, jika pengumuman yang dilakukan mengandung sebuah informasi maka akan menimbulkan reaksi di pasar yang ditunjukkan pada harga saham atau return yang menjadi tolok ukur atas perubahan harga yang terjadi untuk melihat ada atau tidaknya abnormal return. Tandelilin (2010:240-241) mengatakan bahwa standar metodologi yang sering digunakan pada penelitian event studies, sebagai berikut:

Mengumpulkan sampel.

1. Berupa perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (event).
2. Mengidentifikasi hari pengumuman atau event.
3. Menentukan periode analisis. Periode analisis dibagi menjadi dua yaitu: (i) periode estimasi untuk menghitung return yang diharapkan $E(R_i)$ (ii) periode pengamatan (jendela) untuk menghitung return aktual dan return tak normal.
4. Menghitung return aktual masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan.
5. Menghitung return tak normal.

6. Dihitung dengan mengurangi return aktual yang sebenarnya terjadi dengan return yang diharapkan.
7. Menghitung rata-rata return tak normal semua sampel setiap hari.
Terkadang return tak normal harian tersebut digabungkan untuk menghitung return tak normal kumulatif selama periode tertentu.
8. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh.

2.4 Peristiwa

Dalam penelitian studi peristiwa yang bertujuan untuk meneliti pengaruh suatu peristiwa tertentu terhadap perubahan harga saham (return). Menurut Jogiyanto (2010) terdapat tiga hal penting dalam penelitian event studies yaitu: identifikasi peristiwa yang akan diteliti, penentuan waktu tanggal terjadinya peristiwa, ketepatan waktu peristiwa dan dampak peristiwa yang akan dihasilkan (good news atau bad news).

Lebih lanjut Jogiyanto mengklasifikasikan peristiwa berdasarkan: tipe peristiwa (peristiwa berupa pengumuman atau kejadian), sumber peristiwa (endogen/ internal perusahaan atau eksogen/ eksternal perusahaan), dampak peristiwa (berdampak pada seluruh perusahaan atau beberapa perusahaan saja) dan waktu peristiwa (periodik atau sporadik). Peristiwa-peristiwa yang dapat dijadikan sebagai variabel penelitian adalah segala peristiwa yang berkaitan dengan aksi perusahaan, regulasi pemerintah, politik, bencana alam, dan lain sebagainya. Tentunya syarat utama peristiwa tersebut dapat diteliti ialah peristiwa tersebut harus berpotensi untuk mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengidentifikasi suatu peristiwa adalah tahap pemilihan suatu peristiwa yang akan diteliti. Peristiwa yang akan diteliti harus dapat memberikan kontribusi pada penelitian terdahulu, terlebih lagi dapat memberikan ekspansi pengetahuan mengenai topik peristiwa tertentu Jogiyanto (2010). Oleh karena itu pada penelitian ini, peristiwa yang akan digunakan ialah pengumuman pembagian dividen dengan tujuan dapat memberikan kontribusi dalam hal pengujian peristiwa dengan pemisahan kondisi pasar bullish dan bearish. Tahap selanjutnya ialah pemilihan tanggal peristiwa yang akan dijadikan sebagai event day. Jogiyanto (2010) mengatakan pada umumnya suatu studi peristiwa hanya melibatkan sebuah peristiwa tunggal (single event) saja.

Terdapat dua jenis peristiwa tunggal yaitu peristiwa tunggal pada tanggal yang sama dan pada tanggal yang berbeda. Peristiwa tunggal pada tanggal yang sama bersifat secara global, karena dampak yang akan

dihasilkan berimbas pada semua perusahaan. Sebagai contoh pengumuman kenaikan BBM, atau pengumuman tax Amnesty oleh pemerintah. Sedangkan untuk peristiwa dengan tanggal berbeda adalah peristiwa yang memiliki tipe yang sama hanya saja terjadi pada tanggal yang berbeda, seperti pengumuman dividen perusahaan yang diumumkan pada tanggal yang berbeda untuk setiap perusahaan. Tahap yang ketiga adalah ketepatan tanggal peristiwa. Tanggal peristiwa dapat dikatakan paling tepat ketika peristiwa tersebut telah dipublikasikan pada publik (pasar) pertama kali. Tahap yang terakhir ialah pengaruh peristiwa, suatu peristiwa dapat dikatakan baik apabila menimbulkan respon positif oleh pasar, vice versa. Oleh karena itu pada penelitian ini pengumuman pembagian dividen akan digolongkan sebagai good news apabila dividen yang diumumkan pada periode saat ini (t) lebih tinggi dibandingkan dengan dividen periode sebelumnya ($t-1$), dan digolongkan sebagai bad news apabila dividen yang diumumkan pada periode saat ini (t) lebih rendah dibandingkan dengan dividen periode sebelumnya ($t-1$).

2.5 Dividen

Dividen merupakan hak yang dimiliki oleh investor untuk menerima pembagaaian laba perusahaan berdasarkan jumlah saham yang dimiliki. Pembagian dividen merupakan salah satu corporate action yang penting dikarenakan perusahaan harus mengatur komposisi pembagian laba perusahaan. Laba perusahaan dapat dialokasikan untuk dijadikan laba ditahan atau modal yang digunakan dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan, selain itu laba perusahaan juga dapat dibagikan dalam bentuk dividen yang dapat mempengaruhi keputusan investasi investor Aninditha (2010).

Menurut Brigham dan Houston (2004:95), terdapat lima jenis dividen yang dibagikan oleh perusahaan, antara lain:

1. Dividen Tunai (Cash Dividend) Dividen tunai merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai, selain itu jenis dividen ini lebih sering digunakan oleh perusahaan.
2. Dividen Saham (Stock Dividend) Dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham. Syarat yang harus dipenuhi oleh perusahaan ketika akan membagi dividen adalah terdapat laba atau surplus yang tersedia. Ketika perusahaan melakukan pembayaran dividen saham maka jumlah saham yang beredar akan meningkat, namun berbeda dengan dividen tunai yang dapat mempengaruhi likuiditas perusahaan, jenis dividen saham tidak akan mempengaruhi likuiditas perusahaan karena yang dibagikan bukan merupakan bagian dari arus kas perusahaan.
3. Dividen Barang (Property Dividend) Dividen barang merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk barang aktiva selain kas. Dividen barang yang dibagikan harus bersifat homogeny atau dapat dibagi-bagi, dan penyerahan barang tersebut tidak mengganggu kontinuitas perusahaan.
4. Scrip Dividend Scrip Dividend adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk surat "scrip" janji hutang. Jenis dividen ini akan dibagikan dalam jumlah dan waktu tertentu pada pemegang scrip, selain itu akan menambah hutang jangka pendek perusahaan.
4. Liquidating Dividend Liquidating Dividend adalah dividen yang dibagikan berdasarkan pengurangan modal perusahaan bukan berdasarkan keuntungan yang diperoleh perusahaan

Dalam menentukan kebijakan dividen, perusahaan memiliki beberapa dasar yang digunakan yaitu beberapa teori dividen antara lain:

1. Dividend Irrelevance Theory

Teori dividen yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller, menyimpulkan bahwa besar kecilnya dividen yang dibagikan tidak dapat mempengaruhi nilai suatu perusahaan, melainkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari pemanfaatan aset perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Terdapat beberapa asumsi pada teori ini antara lain: (1) tidak ada perbedaan antara pajak deviden dan capital gain, (2) tidak ada biaya transaksi saat jual beli saham, (3) semua pihak yang ada di pasar modal memiliki akses yang sama terhadap informasi (tidak ada asimetris informasi dan biaya informasi rendah), (4) tidak ada masalah antara manager dengan pemegang saham, (5) semua pihak di pasar modal merupakan price taker.

2. Bird in The Hand Theory

Teori Bird in The Hand yang dikemukakan oleh Lintner dan Gordon yang memiliki anggapan berbeda dengan irrelevance theory. Pada teori ini dikatakan bahwa kebijakan deviden memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini terkait dengan perilaku investor yang dijelaskan dalam sebuah perumpamaan "a bird in the hand" yang merujuk pada pembagian deviden lebih dipilih oleh investor daripada "two in a bush" yaitu future capital gain. Perilaku investor terhadap pembagian deviden tentunya jelas alasannya karena deviden bersifat pasti sehingga investor lebih memilih pembagian deviden dilakukan daripada melakukan

reinvestment untuk memperoleh capital gain yang memiliki risiko ketidakpastian yang lebih tinggi, karena tidak ada yang mengetahui kondisi aliran kas perusahaan di masa depan akan semakin baik atau justru semakin buruk. Inti dari teori ini yaitu ketika perusahaan membagikan deviden dalam jumlah yang tinggi maka nilai perusahaan akan semakin tinggi yang terlihat dari peningkatan harga saham perusahaan. Selain itu dengan membagikan deviden dapat menurunkan biaya modal, hal tersebut dikarenakan para investor yang telah menerima deviden tidak akan menetapkan return harapan yang terlalu tinggi.

3. Tax Preference Theory

Tax Preference Theory (TFT), dikatakan bahwa ada perbedaan antara pajak deviden dan capital gain, karena pajak deviden adalah pajak yang dikenakan pada investor secara langsung setelah menerima deviden sedangkan pajak capital gain adalah pajak yang dikenakan pada investor setelah seluruh saham yang dimiliki terjual, oleh sebab itu pajak akan mempengaruhi kebijakan deviden dan nilai perusahaan. Alasannya karena adanya kecenderungan investor untuk menunda pembayaran pajak dan memilih capital gain yang memiliki peluang tingkat keuntungan lebih tinggi dibandingkan deviden, tentunya hal tersebut akan berdampak pada tingkat permintaan (demand) akan deviden menurun. Akibatnya, perusahaan akan menetapkan dividend payout ratio dalam jumlah yang rendah dan berfokus pada pendapatan perusahaan (dividen policy). TFT merupakan kebalikan dari teori bird in the hand, karena pada TFT dijelaskan bahwa penurunan pembayaran deviden justru akan membuat nilai perusahaan meningkat sedangkan pada teori bird in the hand sebaliknya. Selain itu dengan menurunkan jumlah deviden yang dibagikan akan membuat biaya modal perusahaan akan menurun.

4. Dividend Signaling Theory

Dalam signaling theory, secara implisit deviden merupakan alat komunikasi yang digunakan manajer dan investor. Manajer yang merupakan pihak insider perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan dibandingkan investor (asymmetric information), informasi tersebut terkait dengan aliran kas (cash flow) yang dimiliki perusahaan. Cash flow merupakan salah satu ukuran yang digunakan oleh investor untuk menilai prospek perusahaan, hanya saja informasi mengenai cash flow merupakan informasi yang bersifat privat. Oleh sebab itu ketika

perusahaan membagikan deviden maka secara tidak langsung hal tersebut merupakan sinyal bagi investor bahwa cash flow perusahaan berada pada kondisi yang baik, sehingga ketika perusahaan mengumumkan peningkatan deviden maka pasar akan merespon hal tersebut secara positif yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atau abnormal return positif, sebaliknya ketika perusahaan mengumumkan penurunan deviden maka pasar akan merespon secara negatif ditandai dengan adanya abnormal return negatif.

5. Clientele Effect

Clientele Effects merupakan pengelompokan investor berdasarkan dua hal yaitu perbedaan pajak deviden dan capital gain, selain itu juga didasarkan pada biaya transaksi seperti saat menjual dan membeli saham atau melakukan pergantian portofolio saham yang sesuai dengan keinginan mereka. Tentunya hal ini berpengaruh pada kebijakan deviden yang diambil oleh perusahaan dengan menyesuaikan clientele/ golongan investor yang dituju perusahaan dan dapat memutuskan kebijakan mana yang efisien atau tidak. Semisal sasaran yang dituju perusahaan ialah investor yang dividend preference maka perusahaan akan membagikan deviden dalam jumlah yang tinggi begitu juga sebaliknya. Allen, Bernardo, dan Welch (2000) menemukan bahwa investor institusi tertarik pada berinvestasi pada perusahaan yang membagikan deviden dalam jumlah tinggi karena investor institusi memiliki keuntungan lebih dibandingkan investor individual. Kesimpulannya ialah perusahaan harus mengetahui investor-investor yang menjadi sasarannya sehingga dapat menerapkan kebijakan deviden yang tepat.

2.6 Pasar Bullish dan Bearish

Bullish adalah kondisi pasar suatu saham yang sedang mengalami tren naik atau menguat yang ditunjukkan melalui peningkatan harga saham. Ada beberapa faktor yang menyebabkan tren bullish, antara lain: peningkatan laba perusahaan, kondisi makro ekonomi negara domisili perusahaan maupun kondisi ekonomi secara global yang sedang meningkat. Kondisi pasar bearish adalah kondisi pasar suatu saham yang sedang mengalami tren turun atau melemah yang ditunjukkan melalui penurunan harga saham. Ada beberapa faktor yang menyebabkan tren bearish, antara lain: penurunan laba perusahaan, kondisi makro ekonomi negara domisili perusahaan maupun kondisi ekonomi secara global yang sedang melemah. Fabozzi dan Francis (1979) mengklasifikasikan kondisi pasar berdasarkan

return pasar pada bulan tertentu. Ketika return IHSG (R_{mt}) bulan t menunjukkan nilai positif maka pasar dikatakan pada kondisi pasar bullish, sebaliknya jika return IHSG (R_{mt}) bulan t menunjukkan nilai negatif maka pasar digolongkan pada kondisi pasar bearish.

2.7 Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi. Jogiyanto (2010) membedakan return menjadi dua jenis yaitu return realisasi (realized return) dan expected return. Return realisasi merupakan return yang sesungguhnya terjadi (berasal dari data historis) dan dapat dihitung dari selisih harga saham sekarang dengan harga saham sebelumnya lalu dibagi dengan harga sebelumnya, dirumuskan sebagai berikut:

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

Keterangan:

R_{it} : return saham i pada bulan t

P_{it} : harga saham i pada bulan t

P_{it-1} : harga saham i pada bulan $t-1$

2.8 Expected return

Expected return atau return normal adalah tingkat keuntungan harapan atas suatu sekuritas di masa yang akan datang dengan tingkat risiko tertentu. Dasar perhitungan expected return adalah realized return. Menurut Jogiyanto (2010) return normal (expected return) sangat diperlukan pada event study yang bertujuan untuk menganalisis return taknormal (abnormal return/ excess return) dari suatu sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2010) mengestimasi return ekspektasi menggunakan model estimasi, sebagai berikut:

1. Mean-adjusted Model

Model disesuaikan rata-rata (mean-adjusted model) menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi (estimation period), sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_t$$

dimana:

$AR_{i,t}$ = return ekspektasi sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

$R_{i,t}$ = return estimasi sekuritas ke- i pada periode estimasi

\bar{R}_t = Rata – rata return sekuritas i selama sekian hari sebelum hari t

2. Market Model

Perhitungan return ekspektasi dengan model pasar (market model) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu:

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- b. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i (RM_{j,t})$$

Keterangan :

$R_{i,j}$ = return realisasi sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j
 α_i = intercept untuk sekuritas ke- i
 β_i = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke- i

$RM_{j,t}$ = return indeks pasar pada periode estimasi ke- j
 $\epsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j

Langkah selanjutnya setelah diperoleh α_i dan β_i , ialah menghitung return estimasi pada periode jendela dengan model ekspektasi sebagai berikut:

$$E[R_{i,j}] = \alpha_i + \beta_i (RM_{j,t})$$

Keterangan:

$E[R_{i,j}]$ = estimasi return realisasi sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j

α_i = intercept untuk sekuritas ke- i

β_i = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke- i

$RM_{j,t}$ = return indeks pasar pada periode estimasi ke- j
 $\epsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j

30

3. Market-Adjusted Model Pergerakan saham – saham individual sering dihubungkan dengan pergerakan bersama dalam pasar. Untuk itu, satu teknik untuk menghitung return tak normal adalah dengan menghilangkan pengaruh pasar terhadap return harian sekuritas. Berikut rumus perhitungannya:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

dimana:

$AR_{i,t}$ = return ekspektasi sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

$R_{i,t}$ = return ekspektasi sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- t

$R_{m,t}$ = return pasar pada hari t

2.9 Abnormal Return

Return tak normal (abnormal return) merupakan selisih antara return aktual dengan return normal (expected return). Indikator yang menandakan pasar modal efisien atau tidak ialah dengan melihat apakah terdapat abnormal return pada pasar modal. Pada teknik event study pengujian abnormal return pada suatu saham dilakukan pada saat beberapa hari sebelum dan sesudah pengumuman suatu informasi baru yang dipublikasikan. Perumusan untuk menghitung abnormal return sebagai berikut:

$$AR_{it} = Rit - E[Rit]$$

Keterangan:

AR_{it} : abnormal return sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Rit : return aktual yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

E[Rit] : return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

3.METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal. Pada penelitian ini variabel yang digunakan dibagi menjadi dua yaitu konstruk eksogen: (1) new information dan konstruk endogen: (1) return saham

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel yaitu:

1. Return realisasi (realized return) merupakan return yang sesungguhnya terjadi dan dapat dihitung dari selisih harga saham sekarang dengan harga saham sebelumnya lalu dibagi dengan harga sebelumnya, dirumuskan sebagai berikut:

$$Rit = Pit - Pit-1 / Pit-1$$

Keterangan:

Rit : return saham i pada hari t

Pit : harga penutupan saham i pada hari t

Pit-1 : harga penutupan saham i pada hari t-1

2. Realized return merupakan dasar penentuan expected return dan risiko di masa yang akan datang. Expected return atau return normal adalah tingkat keuntungan suatu sekuritas yang diharapkan di masa yang akan datang yang memiliki tingkat risiko tertentu.

3. Market Return adalah return dari seluruh perusahaan yang terdapat di pasar, dan dapat digunakan sebagai tolok ukur dalam pengestimasi return.

$$RMt = IHSgt - IHSgt-1 / IHSgt-1$$

Keterangan:

RMt : Return pasar pada hari t

IHSgt : Indeks harga pasar pada hari t

IHSgt-1 : Indeks harga pasar pada hari t-1

4. Expected Return merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan investor. Rumus yang digunakan untuk mencari expected return adalah:

$$E[Rit] = \alpha + \beta RMt$$

Keterangan:

E[Rit] : Expected Return saham ke i pada periode t

α : intercept saham ke i

β : beta saham ke i

Rmt : Return pasar pada periode t

5. Abnormal Return

Indikator yang menandakan pasar modal efisien atau tidak ialah dengan melihat apakah terdapat abnormal return pada pasar modal. Abnormal return merupakan selisih antara realized return dengan expected return.

$$AR_{it} = Rit - E[Rit]$$

Keterangan:

AR_{it} : abnormal return sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Rit : return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

E[Rit] : return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

6. Average Abnormal Return adalah rata-rata dari seluruh abnormal return. Dapat dihitung dengan menjumlah abnormal return lalu dibagi dengan jumlah data.

$$AAR_{i,t} = (1/N) \sum_i AR_{it}$$

Keterangan:

AAR_{i,t} : Average abnormal return saham I pada periode t

AR_{it} : abnormal return sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

\sum_i : Jumlah Keseluruhan N : Jumlah data

7. Cumulative Abnormal Return (CAR) adalah akumulasi dari seluruh average abnormal return (AR) yang termasuk dalam sampel.

$$CAR = \sum_i AR_{i,t}$$

Keterangan:

AR_{i,t} : Abnormal return saham i pada periode t

\sum_i : Jumlah Keseluruhan

Jenis data yang dipergunakan pada penelitian ini ialah data kuantitatif. Pada penelitian ini yang termasuk data kuantitatif ialah data historis harga saham harian seluruh perusahaan yang terdaftar dalam BEI, data harga saham (IHSg), data dividen per lembar saham, tanggal pengumuman pembagian dividen, data abnormal return dan cumulative abnormal return. Sumber data yang digunakan pada penelitian ini ialah data sekunder yang diperoleh melalui

www.finance.yahoo.com, situs BEI untuk periode 2014-2016.

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan go public di bidang manufaktur pada periode 2012-2016. Pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode purposive sampling yang termasuk dalam nonprobability sampling, yaitu dengan mengambil sampel berdasarkan kriteria-kriteria khusus yang telah ditentukan sebelum penelitian dilakukan, berikut kriteria yang telah ditetapkan:

1. Perusahaan yang terdaftar pada BEI pada periode 2013-2016
2. Saham aktif diperdagangkan
3. Mempublikasikan pengumuman pembagian dividen pada periode pengamatan (2013-2016)
4. Perusahaan yang membagi dividen tunai secara berturut-turut pada tahun 2014-2016, dividen tetap akan dikeluarkan dari sampel
5. Perusahaan tidak mempublikasikan informasi lain seperti (stock split, pembagian dividen, akuisisi/merger, pembagian saham, pembelian saham kembali, ataupun informasi lainnya) selain laba perusahaan selama periode jendela (event window) yang telah ditentukan

Data harga closing saham harian perusahaan yang terdaftar pada BEI, harga pasar saham yang diwakili oleh Indeks Harga Saham (IHSG), tanggal pengumuman pembagian dividen merupakan data sekunder yang dikumpulkan dengan menggunakan metode dokumentasi. Tanggal yang dianggap sebagai event pengumuman dividen adalah tanggal saat perusahaan mengumumkan pembagian dividennya yaitu tanggal diselenggarakannya RUPS (announcement date). Periode jendela yang terlalu panjang akan menimbulkan bias akibat adanya peristiwa lain yang terjadi pada periode jendela Jogiyanto (2010). Oleh karena itu dalam penentuan periode jendela pada penelitian ini mengacu pada penelitian Aribowo (2007) yaitu menggunakan periode pengamatan selama 11 hari perdagangan yaitu 5 hari sebelum pengumuman ($t-5$), 5 hari setelah pengumuman ($t+5$) dan pada saat pengumuman atau yang disebut event day (t_0). Periode estimasi menggunakan 1 tahun dengan waktu bersih perdagangan saham yaitu 270 hari sebelum $t-6$, dengan tujuan hasil estimasi dapat mendekati kenyataannya.

Teknik Analisis Data

1. Mengklasifikasikan kondisi pasar pada periode Januari 2014 hingga Desember 2016 menjadi dua kelompok yaitu bullish dan bearish. Cara yang digunakan dengan menghitung pendapatan bulanan

dari pasar (IHSG). Ketika pada bulan tersebut diperoleh jumlah pendapatan pasar yang positif maka bulan itu menunjukkan pasar pada kondisi bullish, vice versa.

2. Mengumpulkan sampel yang merupakan perusahaan di BEI yang mempunyai pengumuman pembagian dividen (event) pada periode penelitian dan langsung digolongkan menjadi dua kelompok yaitu kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun.
3. pengelompokan saham didasarkan pada kondisi pasar bullish dan bearish. Indikator pengelompokan saham berdasarkan kesesuaian tanggal pengumuman pembagian dividen dan periode uji dengan kondisi pasar pada bulan tertentu. Ketika tanggal pengumuman pembagian dividen dan periode uji suatu saham berada pada bulan bullish maka secara langsung saham tersebut dikelompokkan dalam kelompok bullish, begitu juga sebaliknya ketika pengumuman dan periode uji berada pada bulan dengan kondisi pasar bearish maka saham tersebut akan dikelompokkan dalam kelompok bearish.
4. Menentukan rentang waktu studi peristiwa. Rentang waktu dibagi menjadi dua yaitu: i. periode estimasi untuk menghitung return yang diharapkan $E(R_i)$ yaitu selama satu tahun dengan asumsi waktu aktif perdagangan selama 270 hari/ tahun. ii. periode pengamatan (jendela) untuk menghitung return aktual dan return tak normal. Event window pada penelitian ini selama 11 hari, dengan pembagian 5 hari sebelum pengumuman, 1 hari pengumuman terjadi, 5 hari setelah pengumuman.
3. Menentukan metode perhitungan yang digunakan untuk menghitung return tak normal
4. Menghitung return aktual masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan.
5. Menghitung return pasar setiap hari selama periode pengamatan
6. Menghitung α dan β selama periode estimasi
7. Menghitung expected return tiap saham yang akan dijadikan sampel penelitian
5. Menghitung return tak normal (AR) Dihitung dengan mengurangi return aktual dengan return yang diharapkan.
6. Menghitung rata-rata return tak normal semua sampel setiap hari (AAR)
7. Menghitung return tak normal kumulatif selama periode tertentu atau juga disebut dengan Cumulative Abnormal Return (CAR) untuk masing-masing periode sebelum dan sesudah pengumuman.
8. Uji normalitas Dilakukan uji normalitas dengan metode Kolmogorov Smirnov Test pada data CAR sebelum

dan CAR sesudah pengumuman dividen, dikategorikan berdistribusi normal atau berdistribusi tidak normal.

4. ANALISIS DAN DISKUSI

4.1. Sampel Penelitian

Berdasarkan hasil seleksi data saham tahun 2014-2016 sesuai dengan kriteria yang ditentukan, telah diperoleh 165 data sebagai sampel pada penelitian ini. Selanjutnya data tersebut akan dibagi menjadi 2 kelompok besar yaitu bullish sebanyak 22 data dan bearish sebanyak 143.

Selanjutnya akan dilakukan pembagian data menjadi kelompok kecil untuk setiap kelompok bullish dan bearish yaitu kelompok dividen tunai naik pada kelompok bullish sebanyak 9 data, dividen tunai turun pada kelompok bullish sebanyak 13 data. Sedangkan pada kelompok bearish, sebanyak 65 data termasuk dalam kelompok dividen turun dan 78 data termasuk dalam kelompok dividen naik.

4.2 Deskripsi Data

Gambaran umum tentang sampel dapat diketahui setelah melakukan analisis statistik deskriptif. Pada analisis deskriptif akan diperoleh nilai tertinggi, terendah, rata-rata dari hari sebelum terjadinya pembagian dividen tunai dan hari sesudah terjadinya pembagian dividen.

Dari pengolahan data dapat diketahui pada kondisi bullish jumlah pengumuman dividen pada tahun 2016 menurun dari tahun 2015, namun nilai rata-rata dividen yang dibagikan pada tahun 2016 lebih tinggi dibandingkan tahun 2015. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan nilai dividen naik yang dibagikan. Pada kondisi bullish jumlah pengumuman dividen pada tahun 2016 menurun dari tahun 2015, diikuti dengan adanya penurunan nilai rata-rata dividen yang dibagikan pada tahun 2016. Hal ini menunjukkan adanya penurunan nilai dividen turun yang dibagikan. Sedangkan pada tahun 2014 dihilangkan dari uji deskriptif karena hanya tersedia 1 data saja. Pembagian Dividen Tunai Naik pada Kondisi Pasar Bearish jumlah pengumuman dividen naik pada tahun 2015 menurun dari tahun 2014, namun nilai rata-rata dividen yang dibagikan pada tahun 2015 lebih tinggi dibandingkan tahun 2014 dan pada tahun 2016 terjadi peningkatan jumlah perusahaan yang membagikan dividen naik namun dengan nilai dividen yang lebih kecil dibandingkan 2 tahun sebelumnya. Pada kondisi bearish jumlah pengumuman dividen turun pada tahun 2016 menurun dari tahun 2015, namun nilai rata-rata

dividen yang dibagikan pada tahun 2016 lebih tinggi dibandingkan tahun 2015. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan nilai dividen naik yang dibagikan.

Berdasarkan hasil uji deskriptif diperoleh hasil bahwa rata-rata CAR sebelum maupun sesudah pengumuman dividen memiliki kecenderungan kearah negatif, hal ini menunjukkan indikasi bahwa dengan adanya pengumuman dividen naik turun justru di respon negatif oleh pasar. Berdasarkan hasil uji deskriptif diperoleh hasil bahwa rata-rata CAR sebelum maupun sesudah pengumuman dividen memiliki kecenderungan kearah positif, hal ini menunjukkan indikasi bahwa dengan adanya pengumuman dividen tunai turun justru di respon positif oleh pasar. Berdasarkan hasil uji deskriptif diperoleh hasil bahwa rata-rata CAR sebelum memiliki kecenderungan kearah positif sedangkan CAR sesudah pengumuman dividen memiliki kecenderungan kearah negatif, hal ini menunjukkan indikasi bahwa dengan adanya pengumuman dividen tunai naik justru di respon negatif oleh pasar. Berdasarkan hasil uji deskriptif diperoleh hasil bahwa rata-rata CAR sebelum memiliki kecenderungan kearah positif sedangkan CAR sesudah pengumuman dividen memiliki kecenderungan kearah negatif, hal ini menunjukkan indikasi bahwa dengan adanya pengumuman dividen tunai turun akan direspon negatif oleh pasar.

4.3 Analisis Data

4.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan langkah awal yang dilakukan sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis yang telah ditentukan. Tujuan dari dilakukannya uji normalitas yaitu untuk melihat persebaran data yang akan di uji. Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan metode Kolmogorov Smirnov Test. Hipotesis yang digunakan pada uji ialah: H_0 : Data varians berdistribusi normal ($p\text{-value} > \alpha = 0,05$) H_1 : Data varians tidak berdistribusi normal ($p\text{-value} < \alpha = 0,05$) Pada penelitian ini melakukan uji normalitas untuk setiap kelompok yang telah dibentuk yaitu kelompok dividen naik pada kondisi bullish, dividen turun pada kondisi bullish, dividen naik pada kondisi bearish, dividen turun pada kondisi bearish. Sesuai dengan hipotesis uji normalitas yang telah ditentukan maka H_0 ditolak karena data CAR sesudah berdistribusi tidak normal. Hasil uji normalitas untuk CAR sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai turun pada kondisi bullish. Sesuai dengan hipotesis uji normalitas yang telah ditentukan maka H_0 ditolak karena data CAR sesudah berdistribusi tidak normal.

Hasil uji normalitas untuk CAR sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai naik pada kondisi bearish. Sesuai dengan hipotesis uji normalitas yang telah ditentukan maka H_0 ditolak karena data CAR sebelum dan sesudah berdistribusi tidak normal. Sesuai dengan hipotesis uji normalitas yang telah ditentukan maka H_0 ditolak karena data CAR sebelum berdistribusi tidak normal.

4.3.2. Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan Uji Wilcoxon Sign Ranked untuk menguji CAR sebelum dan CAR sesudah pengumuman dividen untuk masing-masing kelompok. Berdasarkan uji normalitas yang telah dilakukan pada setiap kelompok, disimpulkan bahwa seluruh data berdistribusi tidak normal, dengan kata lain data yang digunakan telah memenuhi syarat Uji Wilcoxon Sign Ranked yaitu data berdistribusi tidak normal. Dasar pengambilan keputusan dalam Uji Wilcoxon yaitu terdapat perbedaan CAR sebelum dan CAR sesudah pengumuman dividen apabila Asymp. Sig (2-tailed) lebih kecil dari α (0,05), vice versa.

1. Uji Hipotesis terhadap Pembagian Dividen Tunai Naik pada Kondisi Bullish. Berdasarkan pengolahan data dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen tunai naik pada kondisi pasar bullish tidak mengakibatkan perubahan pada CAR sesudah pengumuman dividen tunai naik karena Asymp.sig yang diperoleh 0,953 ($>0,05$). Oleh karena itu, H_1 ditolak.
2. Uji Hipotesis terhadap Pembagian Dividen Tunai Turun pada Kondisi Bullish. Berdasarkan pengolahan data dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen tunai turun pada kondisi pasar bullish tidak mengakibatkan perubahan pada CAR sesudah pengumuman dividen tunai naik karena Asymp.sig yang diperoleh 0,507 ($>0,05$). Oleh karena itu H_2 diterima.
3. Uji Hipotesis terhadap Pembagian Dividen Tunai Naik pada Kondisi Bearish. Berdasarkan pengolahan data dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen tunai naik pada kondisi pasar bullish tidak mengakibatkan perubahan pada CAR sesudah pengumuman dividen tunai naik karena Asymp.sig yang diperoleh 0,323 ($>0,05$). Oleh karena itu H_3 diterima.
4. Uji Hipotesis terhadap Pembagian Dividen Tunai Turun pada Kondisi Bearish. Berdasarkan pengolahan data dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen tunai turun pada kondisi pasar bullish tidak mengakibatkan perubahan pada CAR

sesudah pengumuman dividen tunai naik karena Asymp.sig yang diperoleh 0,223 ($>0,05$). Oleh karena itu H_4 ditolak.

4.4. Diskusi

Hasil yang diperoleh dari uji hipotesis pertama yaitu tidak terdapat reaksi pasar akibat pengumuman dividen naik pada saat kondisi pasar bullish, hal ini ditunjukkan dengan hasil uji wilcoxon pada CAR sebelum pengumuman dan CAR sesudah pengumuman yang menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan di antara keduanya ($0,953 > \alpha = 0,05$).

Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijayanto (2002) yang memperoleh hasil bahwa pada saat pasar bullish pengumuman dividen naik tidak menimbulkan abnormal return di sekitar periode pengamatan. Pada kondisi bullish, pasar akan merasa optimis dengan perkembangan perusahaan-perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia, sehingga pasar akan lebih suka memperoleh capital gain karena rasa optimisme pasar tersebut, meskipun risiko dari capital gain lebih tinggi dibandingkan dividen.

Uji hipotesis kedua menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat reaksi pasar akibat pengumuman dividen turun pada saat kondisi pasar bullish, hal ini ditunjukkan dengan hasil uji wilcoxon pada CAR sebelum pengumuman dan CAR sesudah pengumuman yang menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan di antara keduanya ($0,507 > \alpha = 0,05$), dengan kata lain hipotesis dua sesuai dengan hasil uji yang dilakukan. Pasar yang terlalu optimis cenderung mengabaikan informasi negatif yang diterima pasar, selain itu berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan pengumuman dividen tidak mengandung informasi sehingga pengumuman dividen bukan sebagai bahan pertimbangan investor dalam menentukan keputusan investasi.

Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Nangoy (2013) yang mengatakan bahwa secara umum tidak ada perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun.

Hasil pengujian hipotesis ketiga yaitu tidak terdapat reaksi pasar akibat pengumuman dividen naik pada saat kondisi pasar bearish, hal ini ditunjukkan dengan hasil uji wilcoxon pada CAR sebelum pengumuman dan CAR sesudah pengumuman yang menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan di antara keduanya ($0,323 > \alpha = 0,05$), dengan kata lain hipotesis tiga sesuai dengan hasil uji yang dilakukan.

Pada kondisi bearish, pasar akan merasa pesimis atas prospek perusahaan-perusahaan yang terdapat di

BEI. Akibatnya pasar akan merasa kurang percaya atas informasi positif yang diterima karena kondisi pasar yang sedang buruk mempengaruhi perilaku investor untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijayanto (2002) yang memperoleh hasil bahwa pada saat pasar bearish pengumuman dividen naik tidak menimbulkan abnormal return di sekitar periode pengamatan.

Uji hipotesis keempat menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat reaksi pasar akibat pengumuman dividen turun pada saat kondisi pasar bearish, hal ini ditunjukkan dengan hasil uji wilcoxon pada CAR sebelum pengumuman dan CAR sesudah pengumuman yang menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan di antara keduanya ($0,223 > \alpha = 0,05$).

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijayanto (2002) yang memperoleh hasil bahwa pada saat pasar bearish pengumuman dividen turun tidak menimbulkan abnormal return di sekitar periode pengamatan. Dugaan awal yang dibentuk sebagai dasar hipotesis ialah pengaruh informasi negatif akan jauh lebih kuat saat kondisi pasar bearish, namun dari uji yang dilakukan menunjukkan hasil yang berlawanan. Pada saat kondisi pasar bearish investor cenderung berhati-hati saat mengambil keputusan atas informasi negatif yang diterima.

Secara keseluruhan dari hasil uji hipotesis yang dilakukan dapat disimpulkan bahwa signaling theory tidak relevan dengan kondisi pasar saat ini. Pada signaling theory dijelaskan bahwa pengumuman dividen merupakan sarana bagi manajer untuk memberikan sinyal atas prospek perusahaan, ketika dividen meningkat maka sinyal yang akan ditangkap pasar adalah positif, sedangkan saat dividen menurun maka sinyal yang ditangkap pasar adalah negatif.

5. PENUTUP

Tujuan penelitian ini yaitu untuk menguji serta menganalisa reaksi pasar secara signifikan terhadap pengumuman dividen tunai. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil uji hipotesis yang pertama menunjukkan bahwa pengumuman dividen tunai naik pada kondisi bullish tidak mendapatkan respon dari pasar, hal tersebut terlihat dengan tidak adanya perbedaan yang signifikan CAR (cumulative abnormal return) sebelum dan sesudah pengumuman.
2. Hasil uji hipotesis yang kedua menunjukkan bahwa pengumuman dividen tunai turun pada kondisi bullish tidak mendapatkan respon dari pasar, hal

tersebut terlihat dengan tidak adanya perbedaan yang signifikan CAR (cumulative abnormal return) sebelum dan sesudah pengumuman.

3. Hasil uji hipotesis yang ketiga menunjukkan bahwa pengumuman dividen tunai naik pada kondisi bearish tidak mendapatkan respon dari pasar, hal tersebut terlihat dengan tidak adanya perbedaan yang signifikan CAR (cumulative abnormal return) sebelum dan sesudah pengumuman.
4. Hasil uji hipotesis yang keempat menunjukkan bahwa pengumuman dividen tunai turun pada kondisi bearish tidak mendapatkan respon dari pasar, hal tersebut terlihat dengan tidak adanya perbedaan yang signifikan CAR (cumulative abnormal return) sebelum dan sesudah pengumuman.
5. Secara keseluruhan, hasil penelitian tidak mendukung signaling theory, dikarenakan pengumuman dividen baik naik maupun turun tidak memberikan respon terhadap sinyal yang diberikan oleh perusahaan.

Berdasarkan kesimpulan yang telah diperoleh pada penelitian, terdapat beberapa syarat yang dapat dijadikan bahan pertimbangan pada penelitian mengenai pengumuman dividen tunai terhadap reaksi pasar selanjutnya.

1. Menggunakan dasar teori selain signaling theory untuk mengklasifikasikan kandungan informasi dividen tunai
2. Menggunakan metode pengklasifikasian periode bullish dan bearish yang lebih panjang (3 bulan, 6 bulan, 1 tahun)
3. Penggunaan tanggal pengumuman dividen selain hasil RUPS, seperti ex-dividen date, cum-date, dan lain sebagainya.
4. Menggunakan model estimasi selain market model

Referensi

- A.A. Lonie G, Abeyratna D.M, Power C.D, Sinclair. 1996. "The stock market reaction to dividend announcements." *Journal of Economic Studies* 23 (1), 32 – 52.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. 2000. "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles." *The Journal of Finance*, 2499-2536.
- Anindhita, G. 2010. "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)." Universitas Diponegoro.

- Anita dan Ardiana, Putu Agus.2014. “Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Tunai Di Indonesia Tahun 2012.” *EJurnal Akuntansi Universitas Udayana* 8, 105-119.
- Asadi, Abdorezza and Ahmad Z. 2014. “Signaliling Effects of Dividend Announcements in Tehran Stock Exchange (TSE).” *Indian Journal of Commerce & Management Studies*, 5(2), 62-67.
- Aribowo, Teguh. 2007. “Reaksi Pasar Atas Pengumuman Rencana Akuisisi Pada Kondisi Bullish dan Bearish (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan yang Listing di BEJ periode 20012006).” *Repository Universitas Airlangga*.
- Below, S.D. dan K.H. Johnson. 1996. “An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Announcements in Bull and Bear Markets.” *Journal of Financial and Strategic Decision* 9 (3), 15 – 26.
- Brigham Eugene, F. dan J. Houston. 2004. “Dasar-Dasar Manajemen Keuangan”. Edisi 10. Buku 2. 95. Jakarta: Salemba Empat.
- Fabozzi, F.J., dan Francis, J.C.1979. “Mutual Fund Systematic Risk For Bull and Bear Months: An Empirical Examination.” *The Journal of Finance Research*. (December). 35(5), 12431250.
- Fama, Eugene. 1970. “Efficient Capital Markets – A review of theory and Empirical Work.” *Journal of Finance* 25(2).
- Fama, Eugene. 1991. “Efficient Capital Markets: II.” *Journal of Finance* 46(5).
- Gordon, Myron, dan Lintner, J. 1963. “Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance* (May).
- Graham, Scott B. Smart, dan William L. Megginson. 2010. “Corporate Finance” (3rd Edition), Cengage South Western.
- Hartono, Jogyanto. 2010. *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Edisi Pertama. BPFE. Yogyakarta.
- Jais, Mohamad., Karim, Bakri Abdul., Funaoka, Kenta., Abidin, Azlan Zainol. 2009. “Dividend Announcements and Stock Market Reaction.” *Munich Personal RePEc Archive* 19779.
- Kurniasih, A., Siregar, H., Sembel, R., dan Achsani, N.A. 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* 40.
- Mentari, Ni Made Indah dan Abundanti, Nyoman. 2016. “Reaksi Pasar Terhadap Peristiwa Pengumuman Cash Dividend Pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di BEI”, *E-jurnal Manajemen Unud* 5 (2), 1043-1073.
- Miller, M. dan F. Modigliani. 1961. “Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares”, *Journal of Business* 34(5).
- Nangoy, Hianto. 2013. “Pengaruh Pembayaran Dividen Tunai Terhadap Abnormal Return Perusahaan.” *Repository Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya*.
- Situmorang, M. Paulus. 2008. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. “Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio.” Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Edisi pertama. 26-241. Yogyakarta : Kanisius.
- Tangkilisan dan Nogi Hessel. 2003. *Manajemen Keuangan Bagi Analisis Kredit Perbankan*. 227. Yogyakarta: Balairuna dan Co.
- Tanem. S and Yuce, A. 2011. “Information Content Of Dividend Announcements: An Investigation Of The Indian Stock Market.” *The International Business & Economics Research Journal* 10(5) May, 49.
- Wijayanto, Bambang.2002. “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham Pada Periode Pasar Bullish dan Bearish di Bursa Efek Jakarta.” *Repository Universitas Gadjah Mada*.