

## PERBEDAAN REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN *CONTINUOUS CASH DIVIDEND* DAN *INITIAL CASH DIVIDEND*

Muhammad Yusuf,\* Mekani Vestari

STIE Bank BPD Jateng  
Email : \*mail2yus@gmail.com

### **Abstract**

*Dividends and capital gains are income earned by investing in stock. Capital gains have a relatively high risk but promise a high level of profit. While dividends promise profit with a lower level of risk. Risk taker investors will try to get capital gains by making transactions around the announcement of cash dividends so that they will get the profit. Thus the announcement of cash dividends has information content indicated by positive reactions from investors. Announcement of dividends is a signal from the management that is addressed to investors. Various studies related to the information content of dividends have been carried out. These studies use the same window period for all companies. In this study using a window period that varies, that is more specific for each company that starts from the date of announcement of dividends to the date of dividend cum. This study will distinguish 3 (three) periods around dividend announcements, i.e. before, during, and after the announcement of cash dividends. In addition, it distinguishes companies that distribute dividends into 3 (three) groups, i.e. cash dividends with amounts that increase, constant, and decrease. The results showed that all hypotheses were acceptable.*

**Keywords** : *continous cash dividend, initial cash dividend*

### **Abstrak**

Investasi saham memberikan jenis keuntungan berupa dividen dan *capital gains*. Keuntungan yang berasal dari *capital gains* memiliki risiko yang relatif tinggi namun menjanjikan tingkat keuntungan yang tinggi pula. Sementara dividen menjanjikan keuntungan dengan tingkat risiko yang lebih rendah. Investor *risk taker* akan berupaya mendapatkan *capital gains* dengan melakukan transaksi di seputar pengumuman dividen kas sehingga akan mendapatkan keuntungan tersebut. Dengan demikian pengumuman dividen kas memiliki kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya reaksi positif dari para investor. Pengumuman dividen merupakan sinyal dari pihak manajemen yang ditujukan kepada para investor. Berbagai penelitian terkait dengan kandungan informasi dividen telah banyak dilakukan. Penelitian-penelitian tersebut menggunakan periode jendela yang sama untuk seluruh perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian ini menggunakan periode jendela yang bervariasi, yakni menggunakan periode jendela yang lebih spesifik untuk masing-masing perusahaan yang dimulai sejak tanggal pengumuman dividen hingga tanggal *cum dividend*. Penelitian ini membedakan diantara 3 (tiga) periode di seputar pengumuman dividen, yakni sebelum, selama *event*, dan sesudah pengumuman dividen kas. Selain itu, membedakan kelompok perusahaan yang membagikan dividen kedalam 3 (tiga) kelompok, yakni dividen kas dengan besaran yang naik, tetap, dan turun. Hasil penelitian menunjukkan hipotesis pertama, kedua, dan ketiga dapat diterima.

**Kata kunci** : *continous cash dividend, initial cash dividend*

## 1. PENDAHULUAN

Investasi saham dapat memberikan jenis keuntungan berupa dividen dan atau *capital gains* bagi para investornya. Keuntungan yang berasal dari *capital gains* memiliki risiko yang relatif tinggi namun menjanjikan tingkat keuntungan yang tinggi pula. Sementara dividen menjanjikan keuntungan dengan tingkat risiko yang lebih rendah. Investor yang bersifat *risk taker* akan berupaya untuk mendapatkan *capital gains* dengan melakukan transaksi di seputar pengumuman dividen kas sehingga akan mendapatkan keuntungan tersebut. Dengan demikian pengumuman dividen kas memiliki kandungan informasi.

Adanya reaksi dari para investor terhadap pengumuman dividen kas menunjukkan bahwa pengumuman tersebut merupakan tindakan manajemen untuk memberikan sinyal positif kepada investor. Reaksi dapat bersifat positif maupun negatif bergantung pada kandungan informasi dividen tersebut. Apabila kandungan informasi dividen merupakan *good news* maka akan direaksi positif oleh para investor. Sedangkan apabila kandungan informasi dividen merupakan *bad news* maka akan direaksi negatif oleh para investor.

Berbagai penelitian terkait dengan kandungan informasi dividen telah banyak dilakukan. Venkatesh (1989) dengan objek penelitian perusahaan yang *listing* di NYSE dan AMEX yang mengumumkan dividen kas inisiasi kuartalan. Variabel penelitian adalah kandungan informasi pengumuman laba sebelum dan sesudah pengumuman dividen yang meliputi *raw return*, *market adjusted return*, dan *excess return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengumuman dividen dan laba bersifat saling menggantikan. Investor lebih menggantungkan diri terhadap pengumuman dividen dibandingkan laba, dan reaksi rata-rata harga terhadap informasi laba lebih kecil dalam periode setelah dividen.

Penelitian De Cesari and Huang-Meier (2015) tentang pengaruh informasi privat pada harga saham dalam hubungan antara *abnormal return* saham masa lalu dan saat ini dengan perubahan dividen triwulanan. Objek penelitian pada perusahaan yang *listing* di NYSE and AMEX. Temuan yang dilaporkan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa informasi privat baru dari *return* saham dimanfaatkan oleh manajer ketika memutuskan kebijakan dividen perusahaan.

Bozos, et al. (2011), menguji hipotesis *signalling* dividen dan interaksi laba dan dividen di bawah kondisi ekonomi stabil dan kondisi resesi perekonomian dari akhir tahun 2007 sampai dengan awal 2008. Penelitian ini menggunakan data dari London *Stock Exchange* (LSE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* saham *abnormal* rata-rata positif dan signifikan di sekitar pengumuman dividen. Penelitian ini juga menemukan interaksi yang signifikan antara kondisi ekonomi dan kandungan informasi dividen. Setelah menguji hipotesis *signalling* dividen di bawah kondisi ekonomi stabil dan kondisi ekonomi resesi, penelitian ini menemukan bahwa dividen memiliki kandungan informasi yang lebih sedikit dibandingkan laba dalam periode bertumbuh dan stabil, tetapi lebih banyak dalam periode resesi ekonomi.

Sunarjanto and Adisastra (2008) melakukan penelitian dengan objek seluruh perusahaan *listing* di BEJ yang mengalami penurunan dividen. Variabel penelitian yang digunakan adalah *abnormal return*. Hasil penelitian menunjukkan adanya *abnormal return* di hari t+1. Penelitian Khajar (2008) dengan objek perusahaan yang berturut-turut masuk ke dalam indeks LQ-45 di tahun 1998 dan 2006 menggunakan variabel penelitian harga saham. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa Pasar Modal Indonesia (PMI) efisien bentuk lemah dan tidak terdapat peningkatan efisiensi pasar.

Penelitian Dwipayana and Wiksuana (2017) dengan objek penelitian perusahaan yang masuk ke dalam Indeks Kompas-100 serta membagikan dividen di tahun 2015. Variabel penelitian adalah *abnormal return* dan hasil uji menunjukkan terdapat *abnormal return* dengan reaksi pasar cepat dan tidak berkepanjangan. Penelitian Andrianto and Mirza (2016) dengan objek penelitian perusahaan yang masuk ke dalam tiga indeks yakni JII, LQ-45, dan Kompas-100 serta aktif diperdagangkan dalam indeks sedikitnya 3 kali (60%) selama periode penelitian.

Variabel penelitian adalah harga saham. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa pasar modal efisien bentuk lemah baik dalam pola maupun hubungan dari perubahan harga saham.

Penelitian Siaputra and Atmadja (2006) dengan objek penelitian perusahaan yang *listing* di BEJ di tahun 2001 sampai dengan 2004 dan konsisten membagikan dividen tunai dengan tanggal pengumuman yang dipublikasikan. Periode estimasi di dalam penelitian ini 30 hari. Variabel penelitian meliputi harga saham, perubahan harga saham sebelum dan sesudah *ex dividend date*, serta dividen kas. Hasil uji menunjukkan bahwa 70,8% sampel mengalami kenaikan harga saham, uji beda per tahun menunjukkan adanya perbedaan harga saham, uji beda *pool 4* (empat) tahun menunjukkan adanya perbedaan harga saham, besarnya perubahan harga saham identik dengan besarnya dividen tunai, dan harga menurun setelah *ex dividend date*, kecuali di tahun 2001.

Penelitian Gantuwati dan Sulistiyani (2019) dengan objek penelitian perusahaan yang masuk CGPI di tahun 2003 sampai dengan 2005, mengumumkan dividen di tahun 2004 sampai dengan tahun 2006, serta tidak melakukan *corporate action* yang lain. Periode estimasi 11 (sebelas) hari. Variabel di dalam penelitian ini meliputi variabilitas *return* saham (SRV) dan volume perdagangan saham (TVA). Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dividen yang ditunjukkan dengan adanya SRV yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen dan terdapat kandungan informasi dividen yang ditunjukkan dengan adanya TVA yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Rata-rata hasil dari berbagai penelitian terdahulu menunjukkan bahwa informasi dividen memiliki kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya reaksi positif dari investor. Namun untuk beberapa sampel menunjukkan hasil yang tidak demikian. Pengumuman dividen kas dapat memberikan sinyal positif maupun negatif bergantung dari kandungan informasinya. Reaksi pasar di seputar (selama) *event* pengumuman dividen berbeda dibandingkan dengan periode sebelum (*before*) maupun periode sesudah (*after*) pengumuman dividen. Reaksi pasar juga akan berbeda antara perusahaan dengan pengumuman *continous cash dividend* dengan perusahaan yang mengumumkan *initial cash dividend*. Reaksi pasar terhadap perusahaan yang membagikan dividen kas secara berturut-turut akan bersifat lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang mengumumkan *initial cash dividend* karena kondisi pertama menunjukkan stabilitas perusahaan yang baik. Dalam kelompok perusahaan yang mengumumkan *continous cash dividend* juga dapat menimbulkan reaksi yang berbeda antara perusahaan yang mengumumkan dividen kas meningkat dengan perusahaan yang mengumumkan dividen kas dengan jumlah yang menurun, maupun yang bersifat tetap. Peningkatan jumlah dividen kas memberikan sinyal positif dan dianggap sebagai *good news*. Penelitian terdahulu belum membandingkan ketiga periode maupun ketiga kelompok perusahaan tersebut.

Penelitian ini akan menguji ada tidaknya perbedaan reaksi pasar antara periode selama pengumuman dividen kas dengan periode sebelum dan sesudahnya. Penelitian ini juga akan menguji perbedaan reaksi pasar pada perusahaan yang mengumumkan *continous cash dividend* dengan perusahaan yang mengumumkan *initial cash dividend*. Di dalam penelitian ini juga akan dilakukan pengujian untuk membuktikan adanya perbedaan di dalam kelompok perusahaan yang mengumumkan *continous cash dividend*, yakni apakah terdapat perbedaan antara perusahaan yang mengumumkan dividen kas dengan besaran yang meningkat dengan perusahaan yang mengumumkan dividen kas dengan besaran yang tetap dan menurun.

Objek penelitian adalah seluruh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2015 sampai dengan 2020. Untuk mengukur reaksi pasar menggunakan harga saham. Harga saham digunakan dengan pertimbangan lebih mencerminkan reaksi pasar sebenarnya yang lebih spesifik untuk masing-masing perusahaan. Di dalam penelitian-penelitian sebelumnya biasanya menggunakan periode jendela yang sama. Di dalam penelitian ini menggunakan periode jendela yang bervariasi dari masing-masing perusahaan. Periode jendela yang digunakan dimulai dari tanggal pengumuman dividen hingga tanggal *cum*

*dividend* sehingga lebih dapat mencerminkan reaksi pasar terkait dengan pengumuman dividen tersebut.

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris adanya perbedaan reaksi pasar antara periode selama pengumuman dividen kas (*event*) dengan periode sebelum (*before*) dan sesudahnya (*after*), perbedaan reaksi pasar pada pengumuman *continous cash dividend* dengan *initial cash dividend*, serta perbedaan reaksi pasar pada pengumuman dividen kas dengan besaran dividen yang mengalami kenaikan, tetap, dan penurunan. Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini dapat memberikan referensi kepada para investor terkait dengan pengumuman dividen.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### Konsep Pasar Modal Efisien

Penekanan konsep pasar efisien di bidang keuangan adalah pada aspek informasi. Pasar dinyatakan efisien apabila di dalam pasar semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi tersebut dapat meliputi informasi di masa lalu, informasi saat ini, maupun informasi yang bersifat sebagai pendapat rasional yang beredar di pasar yang dapat mempengaruhi perubahan harga sehingga berdampak terhadap pembentukan harga keseimbangan yang baru.

Pasar efisien akan terbentuk dengan beberapa asumsi sebagai berikut :

1. Terdapat banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan mereka.
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.
3. Informasi yang terjadi bersifat random.
4. Investor bereaksi cepat terhadap informasi baru sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Fama (1970) mengklasifikasikan bentuk pasar efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH) sebagai berikut :

1. Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*).

Semua informasi historis seperti harga, volume perdagangan, dan peristiwa di masa lalu akan tercermin dalam harga yang terbentuk saat ini. Hal ini mengakibatkan berbagai informasi tersebut tidak dapat lagi dipergunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang karena sudah tercermin pada harga saat ini. Dengan demikian para investor tidak dapat memprediksi nilai pasar saham di masa mendatang dengan menggunakan data historis.

2. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*).

Harga pasar saham yang terbentuk mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan seperti pengumuman laba, dividen, *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan, serta berbagai peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak terhadap aliran kas perusahaan di masa datang. Dengan demikian *abnormal return* yang merupakan proksi dari reaksi pasar hanya terjadi di seputar pengumuman (publikasi) suatu peristiwa. Tingkat penyerapan berbagai informasi tersebut terjadi dalam satu hingga dua spot waktu atau hari di seputar pengumuman.

3. Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*).

Harga pasar saham saat ini mencerminkan informasi historis, semua informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Hal ini akan menyebabkan tidak akan terdapat seorang investor pun yang mendapatkan *abnormal return*.

### ***Signalling Theory***

Teori sinyal berasumsi bahwa manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih akurat mengenai perusahaan yang tidak diketahui oleh pihak luar, utamanya investor. Perusahaan memberikan sinyal kepada pasar dengan tujuan untuk menarik perhatian investor. Publikasi suatu informasi yang mengindikasikan sinyal-sinyal tertentu akan direaksi oleh para investor. Mereka akan melakukan penilaian, analisis, dan berakhir dengan penetapan suatu keputusan investasi. Salah satu informasi yang akan direaksi oleh para investor adalah pengumuman terhadap dividen.

Pengumuman dividen tunai dianggap memiliki kandungan informasi. Kandungan informasi dari pengumuman dividen tunai dapat menimbulkan reaksi positif dengan pandangan bahwa dividen tunai yang dibagikan mengindikasikan bahwa perusahaan yang bersangkutan memiliki prospek yang baik di masa depan. Sementara reaksi negatif yang timbul mengindikasikan para investor memandang bahwa pembagian dividen tunai dari perusahaan yang bersangkutan akan berdampak terhadap penurunan nilai reinvestasi.

Reaksi pasar dapat dicerminkan dengan harga saham, *return* saham, maupun *abnormal return*. Harga saham lebih mencerminkan reaksi pasar yang sebenarnya dan bersifat spesifik terhadap masing-masing perusahaan. Sementara *return* saham lebih mencerminkan perubahan dari harga saham dari suatu periode ke periode berikutnya.

*Abnormal return (excess return)* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* ekspektasi/*return* yang diharapkan investor), yang merupakan *return* yang terjadi pada kejadian normal yang tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan adanya suatu peristiwa tertentu yang diindikasikan sebagai peristiwa baik (*good news*), maka *return* normal akan naik dan peristiwa buruk (*bad news*) akan menurunkan *return* normal. Arah reaksi dapat bersifat positif atau negatif bergantung pada sifat kandungan informasinya. Brown and Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasi dengan menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

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*). Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa (*event period*) atau periode pengamatan/jendela peristiwa (*event window*). Umumnya periode jendela melibatkan hari sebelum tanggal peristiwa untuk mengetahui kemungkinan terhadap kebocoran informasi. Periode jendela sebagai periode pengamatan merupakan periode yang akan dihitung nilai *abnormal return*-nya.

2. *Market model*.

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar dilakukan melalui 2 (dua) tahap, yakni membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi dalam periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*).

3. *Market-adjusted model.*

Model disesuaikan pasar menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Model ini tidak memerlukan penggunaan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar.

### **Kajian Literatur Riset yang Relevan**

Penelitian De Cesari and Huang-Meier (2015) mengenai pengaruh informasi privat pada harga saham dalam hubungan antara *abnormal return* saham masa lalu dan saat ini dengan perubahan dividen triwulanan. Objek penelitian pada perusahaan yang *listing* di NYSE and AMEX dalam periode 1962 – 2010. Temuan yang dihasilkan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa informasi privat baru dari *return* saham dimanfaatkan oleh manajer pada saat memutuskan kebijakan dividen perusahaan mereka.

Bozos, et al. (2011), menguji hipotesis *signalling* dividen dan interaksi laba dan dividen di bawah kondisi ekonomi stabil dan kondisi resesi perekonomian dari akhir tahun 2007 sampai dengan awal 2008. Penelitian tersebut menggunakan data dari London Stock Exchange (LSE). Hasilnya menunjukkan bahwa *return* saham *abnormal* rata-rata positif dan signifikan di sekitar pengumuman dividen. Penelitian ini juga menemukan interaksi yang signifikan antara kondisi ekonomi dan kandungan informasi dividen. Setelah menguji hipotesis *signalling* dividen di bawah kondisi ekonomi stabil dan kondisi ekonomi resesi, penelitian ini menemukan bahwa dividen memiliki kandungan informasi yang lebih sedikit dibandingkan laba dalam periode yang mengalami pertumbuhan dan stabilitas, tetapi lebih banyak memiliki kandungan informasi pada periode resesi ekonomi.

Penelitian Sunarjanto and Adisastra (2008) berjudul “Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat terhadap Peristiwa Pengumuman Dividen Tunai Menurun di BEJ” dengan objek penelitian seluruh perusahaan yang *listing* di BEJ dengan penurunan dividen. Periode penelitian tahun 2005 dengan periode estimasi 7 (tujuh) hari. Variabel penelitian adalah *abnormal return* dan uji hipotesis dilakukan dengan uji t. Hasil penelitian menunjukkan adanya *abnormal return* di hari t+1.

Penelitian Khajar (2008) berjudul “Pengujian Efisiensi dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah BEI pada Saat dan Sesudah Krisis Moneter pada Saham-Saham LQ-45” dengan objek penelitian perusahaan yang berturut-turut masuk ke dalam indeks LQ-45 di tahun 1998 dan 2006. Variabel penelitian adalah harga saham dan uji hipotesis dilakukan dengan uji *run* dan korelasi serial. Hasil uji *run* menunjukkan dalam periode krisis semua saham random dan dalam periode paska krisis semua saham random kecuali INKP. Hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa dalam periode krisis *lag* 1 semua saham random kecuali ASII, BNII, CMNP, dan KLBF. Sedangkan *lag* 2 dan *lag* 3 menghasilkan kesimpulan hasil bahwa semua saham random. Hasil uji dalam periode paska krisis *lag* 1 menunjukkan bahwa semua saham random kecuali BLTA, BNII, CMNP, dan TLKM. Sedangkan hasil uji *lag* 2 semua saham random kecuali TLKM, dan hasil uji *lag* 3 semua saham random kecuali ANTM dan TLKM. Dengan demikian kesimpulan akhir dari penelitian ini adalah bahwa Pasar Modal Indonesia (PMI) efisien bentuk lemah dan tidak terdapat peningkatan efisiensi pasar.

Penelitian Dwipayana and Wiksuana (2017) berjudul “Pengujian Efisiensi Pasar di Bursa Efek Indonesia” dengan objek penelitian perusahaan yang masuk ke dalam Indeks Kompas-100 serta membagikan dividen di tahun 2015 dengan periode peristiwa 11 (sebelas) hari. Variabel penelitian adalah *abnormal return* dan uji hipotesis dilakukan dengan *one sample t test*. Hasil uji menunjukkan terdapat *abnormal return* dengan reaksi pasar cepat dan tidak berkepanjangan.

Penelitian Andrianto and Mirza (2016) berjudul “A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market” dengan objek penelitian perusahaan yang masuk ke dalam indeks yakni JII, LQ-45, dan Kompas-100 serta aktif diperdagangkan dalam indeks

sedikitnya 3 kali (60%) selama periode penelitian. Periode penelitian tahun 2013 sampai dengan 2014. Variabel penelitian adalah harga saham. Uji hipotesis dilakukan dengan uji *run* maupun uji korelasi serial. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pasar modal efisien bentuk lemah baik dalam pola maupun hubungan dari perubahan harga saham.

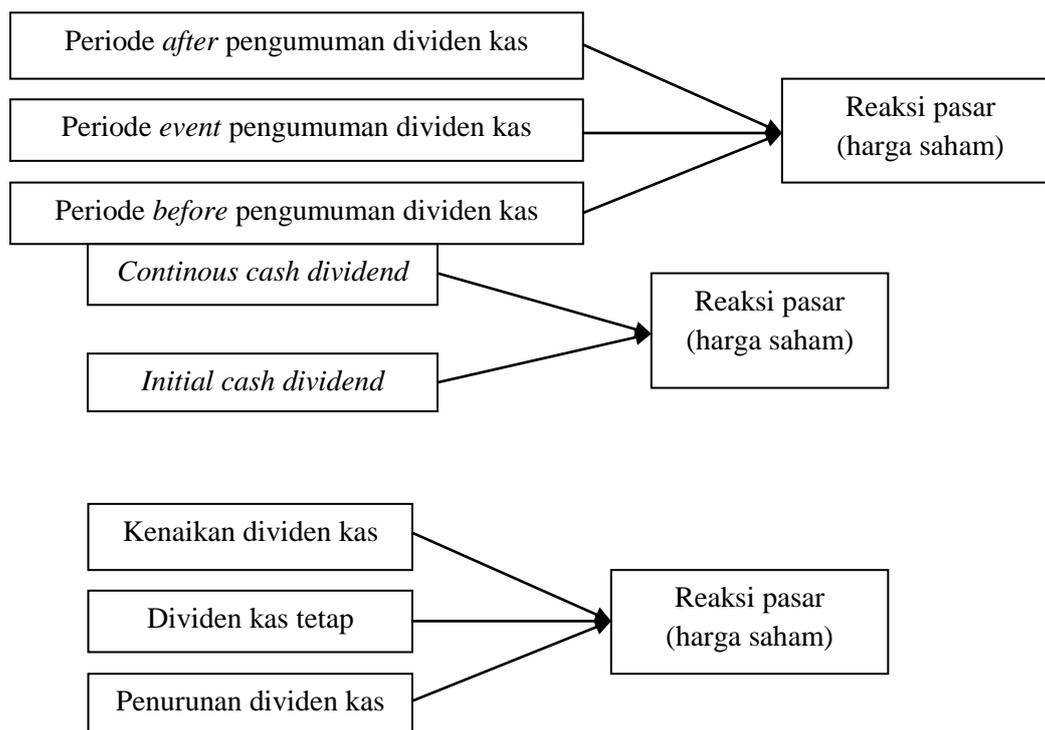
Penelitian Siaputra and Atmadja (2006) berjudul “Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex Dividend Date* di BEJ” dengan objek penelitian perusahaan yang *listing* di BEJ di tahun 2001 sampai dengan 2004, konsisten membagikan dividen tunai dengan tanggal pengumuman yang dipublikasikan. Periode estimasi di dalam penelitian ini adalah 30 hari. Variabel penelitian meliputi harga saham, perubahan harga saham sebelum dan sesudah *ex dividend date*, serta dividen kas. Uji hipotesis menggunakan *paired sample t test*. Hasil uji menunjukkan bahwa 70,8% sampel mengalami kenaikan harga saham, uji beda per tahun menunjukkan adanya perbedaan harga saham, uji beda *pool 4* (empat) tahun menunjukkan adanya perbedaan harga saham, besarnya perubahan harga saham identik dengan besarnya dividen tunai, dan harga menurun setelah *ex dividend date*, kecuali di tahun 2001.

Penelitian Gantjowati, E. dan Sulistiyani (2019) berjudul “Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Perusahaan yang Masuk CGPI” dengan objek penelitian perusahaan yang masuk CGPI di tahun 2003 sampai dengan 2005, mengumumkan dividen di tahun 2004 sampai dengan tahun 2006, serta tidak melakukan *corporate action* yang lain. Periode estimasi 11 (sebelas) hari. Variabel di dalam penelitian ini meliputi variabilitas *return* saham (SRV) dan volume perdagangan saham (TVA). Uji hipotesis dilakukan dengan *one sample t test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dividen yang ditunjukkan dengan adanya SRV yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen dan terdapat kandungan informasi dividen yang ditunjukkan dengan adanya TVA yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen.

Penelitian Venkatesh (1989) berjudul “*The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility*” dengan objek penelitian perusahaan *listing* di NYSE dan AMEX yang mengumumkan dividen kas inisiasi kuartalan yang diperoleh dari CRSP, memiliki data *return* harian 3 (tiga) tahun sebelum pembagian dividen dan minimal ada jarak 3 (tiga) tahun antara tanggal pengumuman dividen dengan tanggal pertama kali *listing*. Variabel penelitian adalah kandungan informasi pengumuman laba sebelum dan sesudah pengumuman dividen yang meliputi *raw return*, *market adjusted*, dan *excess return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengumuman dividen dan laba bersifat saling menggantikan. Investor lebih menggantungkan diri terhadap pengumuman dividen dibandingkan laba dan reaksi rata-rata harga terhadap informasi laba lebih kecil dalam periode setelah dividen.

### **Model Penelitian**

Berikut model yang dibangun dalam penelitian ini :



Gambar 1. Model Penelitian

### Pengembangan Hipotesis

Pengumuman dividen kas merupakan informasi penting bagi investor. Hal ini dikarenakan dividen merupakan salah satu *yield* dari investasi yang dilakukan terhadap saham perusahaan. Pengumuman dividen kas mengindikasikan sinyal dari perusahaan. Periode selama *event* pengumuman dividen kas akan direspon berbeda dengan periode sebelum (*before*), maupun periode sesudah (*after*) pengumuman dividen. Sinyal dapat merupakan *good news* maupun *bad news* bergantung pada kandungan informasi yang dibawa. Kandungan informasi antara perusahaan yang selalu mengumumkan pembagian dividen kas dengan perusahaan yang membagikan inisiasi dividen kas juga akan ditangkap sebagai sinyal yang berbeda oleh para investor. Reaksi lebih akan diberikan terhadap perusahaan yang secara berturut-turut mengumumkan pembagian dividen kas. Reaksi lebih juga akan diberikan terhadap perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen kas yang meningkat dibandingkan dengan perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen kas dengan besaran tetap, dan bahkan menurun. Penelitian terdahulu yang menjadi referensi di dalam penelitian ini belum menunjukkan model yang membedakan ketiga periode maupun ketiga kelompok perusahaan tersebut. Berdasarkan paparan yang sudah disampaikan, dapat dirumuskan hipotesis berikut :

- H<sub>1</sub> : Terdapat reaksi pasar yang berbeda antara periode sebelum *event*, selama *event*, maupun sesudah *event* pengumuman dividen kas.
- H<sub>2</sub> : Terdapat perbedaan reaksi pasar antara perusahaan dengan pengumuman *continous cash dividend* dengan *initial cash dividend*.
- H<sub>3</sub> : Terdapat perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang mengumumkan dividen kas dengan besaran yang naik, tetap, dan menurun.

### 3. METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang mempunyai fasilitas kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2009 : 61). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2009 : 62). Teknik pengambilan sampel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang *listing* di BEI pada tahun 2015 dan 2020.
2. Perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen kas di pasar reguler maupun pasar negosiasi.
3. Tidak melakukan *corporate action* lain di sekitar tanggal pengumuman dividen, seperti *stock splits*.
4. Memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan di dalam penelitian.

#### Analisis Data

##### Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan bagian dari statistik yang menyajikan data penelitian sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih jelas terhadap variabel yang diteliti. Statistik deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan atau menggambarkan suatu data dalam variabel yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi (Ghozali, 2011). Data yang dideskripsikan adalah rata-rata dari reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman dividen kas.

##### Uji Normalitas

Uji normalitas adalah uji untuk menentukan apakah data penelitian berdistribusi normal atau tidak. Apabila diperoleh hasil bahwa data berdistribusi normal maka pengujian terhadap hipotesis dilakukan menggunakan uji parametrik. Sedangkan apabila hasil uji menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal maka pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji non parametrik. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji statistik non parametrik Kolmogorov-Smirnov. Pengujian dilakukan dengan melihat tingkat signifikansi 5% dengan kriteria sebagai berikut :

- $\rho \leq 0,05$  : data berdistribusi tidak normal.
- $\rho > 0,05$  : data berdistribusi normal.

##### Uji Hipotesis

##### Uji Beda Berpasangan

Uji beda berpasangan bertujuan untuk membandingkan rata-rata antara dua sampel yang berpasangan untuk mengetahui apakah keduanya memiliki rata-rata yang secara nyata berbeda atau tidak. Dasar penentuan hasil pengujian dalam uji beda berpasangan adalah sebagai berikut :

- $\rho \leq 0,05$  : tidak terdapat perbedaan dalam variabel penelitian.
- $\rho > 0,05$  : terdapat perbedaan dalam variabel penelitian.

##### Uji Beda Independen

Uji beda *t-test* bertujuan untuk membandingkan rata-rata antara dua grup yang tidak saling berhubungan satu dengan lainnya. Pengujian ini bertujuan untuk menentukan apakah dua

sampel yang tidak berhubungan memiliki nilai rata-rata yang berbeda secara signifikan. Dasar penentuan hasil pengujian dalam uji beda *t-test* adalah sebagai berikut :

- $\rho \leq 0,05$  : tidak terdapat perbedaan dalam variabel penelitian.
- $\rho > 0,05$  : terdapat perbedaan dalam variabel penelitian.

#### Uji *One-Way Anova*

Uji *One-Way Anova* dilakukan untuk menguji apakah rata-rata lebih dari dua sampel berbeda secara signifikan atau tidak. Dasar penentuan hasil pengujian dalam uji *One-Way Anova* adalah sebagai berikut :

- $\rho \leq 0,05$  : tidak terdapat perbedaan dalam variabel penelitian.
- $\rho > 0,05$  : terdapat perbedaan dalam variabel penelitian.

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### Uji Beda Reaksi Pasar pada Periode Pengumuman Dividen Kas

Uji beda dengan *paired sample t test* dilakukan terhadap rata-rata harga saham antara tanggal pengumuman dividen kas hingga tanggal *cum dividend (event)* dengan periode sebelum (*before*) dan sesudahnya (*after*). Di dalam melakukan pengujian ini diperoleh 234 data sampel dengan rata-rata periode jendela 4 (empat) hari. Sebanyak 28 data sampel tereliminasi disebabkan beberapa hal, seperti tidak tersedianya informasi harga saham, tanggal pengumuman dividen, dan atau tanggal *cum dividend*.

Sebelum melakukan pengujian *paired sample t test*, dilakukan uji normalitas terlebih dahulu dan diperoleh hasil uji yang menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi normal. Oleh karena itu, dilakukan prosedur transformasi data ke dalam bentuk *logaritma natural*. Pengujian normalitas dengan data yang sudah ditransformasi tersebut menunjukkan hasil bahwa data terdistribusi normal dengan nilai signifikansi sebesar 0,2 (di atas 5%). Hasil uji normalitas dengan Kolmogorov Smirnov disajikan dalam Tabel 1 berikut.

Tabel 1  
Hasil Uji Normalitas Variabel Reaksi Pasar

No.	Keterangan	<i>After</i>	<i>Event</i>	<i>Before</i>
1.	<i>Test Statistic</i>	0,046	0,044	0,046
2.	<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,2	0,2	0,2

Sumber : Data diolah, 2017

Pengujian selanjutnya dengan *paired sample t test* menunjukkan hasil terdapat perbedaan reaksi pasar dalam periode antara pengumuman dividen kas hingga *cum dividend* dengan periode sebelum dan sesudahnya. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi di bawah 5 %. Tabel 2 berikut menunjukkan hasil pengujian tersebut.

Tabel 2  
Hasil Uji Beda Reaksi Pasar Terhadap Periode Pengumuman Dividen Kas

No	Keterangan	Mean	95% Confidence Interval of the Difference		T	Sig. (2-tailed)
			<i>Lower</i>	<i>Upper</i>		
1.	<i>After &amp; Event</i>	-0,01349	-0,01942	-0,00757	-4,485	0,000
2.	<i>Event &amp; Before</i>	0,01120	0,00454	0,01786	3,312	0,001
3.	<i>After &amp; Before</i>	-0,00230	-0,01040	0,00581	-0,558	0,577

Sumber : Data diolah, 2017

Hasil pengujian menunjukkan terdapat perbedaan reaksi pasar antara periode pengumuman dividen kas hingga *cum dividend* dengan periode sebelum dan sesudahnya. Hal ini ditunjukkan dari hasil uji beda periode *event* dengan *after* dengan nilai signifikansi 0,000 (di bawah 5%). Hasil uji beda periode *event* dengan *before* juga menunjukkan terdapat perbedaan dengan nilai signifikansi 0,001. Sementara hasil uji beda periode *after* dengan *before* menunjukkan tidak terdapat perbedaan reaksi pasar dengan nilai signifikansi sebesar 0,577.

Pengujian tersebut menunjukkan hasil bahwa pengumuman dividen kas memiliki kandungan informasi yang segera direaksi oleh investor. Periode *event* dengan *after* menunjukkan terdapat perbedaan reaksi pasar. Pasar akan bereaksi lebih terhadap pengumuman dividen kas. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *mean* periode *event* yang lebih tinggi, sebesar 7,2281 (setara Rp3.797,63) dibandingkan dengan periode *after* yang hanya sebesar 7,2146 (setara Rp3.750,62). Reaksi pasar juga berbeda antara periode *event* dengan *before*. Perbedaan reaksi pasar di kedua periode tersebut menunjukkan bahwa tingkat kebocoran informasi relatif rendah. Reaksi pasar lebih tinggi dalam periode *event* dibandingkan dengan periode *before*. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai *mean* periode *event* yang lebih tinggi dibandingkan dengan periode *before* yang hanya sebesar 7,2169 (setara Rp3.751,43). Dengan demikian pasar akan bereaksi lebih terhadap informasi pengumuman dividen setelah adanya pengumuman dividen di media massa. Hal tersebut akan berlangsung hingga tanggal *cum dividend*. Reaksi pasar ini bersifat positif sehingga rata-rata harga saham dalam periode tersebut mengalami peningkatan dan harga saham akan mengalami penurunan setelah tanggal *cum dividend*. Hasil pengujian ini mendukung keberadaan teori sinyal bahwa dividen memiliki kandungan informasi, memiliki sinyal-sinyal tertentu yang segera direaksi oleh pasar.

Tidak terdapatnya perbedaan reaksi pasar antara periode *after* dengan *before* menunjukkan bahwa di kedua periode tersebut kondisi reaksi pasar relatif sama. Sebelum tanggal pengumuman pasar belum bereaksi secara signifikan sementara setelah tanggal *cum dividend* reaksi pasar mulai melemah. Namun demikian reaksi pasar lebih tinggi dalam periode *before* dibandingkan *after*. Hal ini menunjukkan mulai terdapat pergerakan reaksi pasar namun belum bersifat signifikan. Investor masih menunggu pengumuman resmi dari perusahaan. Namun demikian terdapat beberapa investor yang mulai memanfaatkan peluang untuk mendapatkan keuntungan dari munculnya *capital gains* dengan adanya *event* pengumuman dividen kas tersebut.

### Uji Beda Reaksi Pasar pada *Continous* dengan *Initial Cash Dividend*

Pengujian terhadap ada tidaknya perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang mengumumkan *continous cash dividend* dengan *initial cash dividend* dilakukan dengan *independent sample t test*. Di dalam pengujian ini diperoleh 39 data sampel perusahaan yang mengumumkan dividen dengan *continous cash dividend* dan 195 data sampel perusahaan yang mengumumkan dividen dengan *initial cash dividend*. Tabel 3 berikut menunjukkan hasil pengujian tersebut.

Tabel 3

Hasil Uji Beda Reaksi Pasar terhadap *Continous* dengan *Initial Cash Dividend*

No.	Keterangan	F	Signifikansi	Sig. (2-tailed)
1.	<i>After</i>	1,090	0,298	0,058
2.	<i>Event</i>	0,916	0,340	0,058

Sumber : Data diolah, 2017

Hasil uji Levene's Test menunjukkan bahwa kedua kelompok sampel memiliki nilai varians populasi yang sama. Nilai signifikansi di kedua kelompok tersebut di atas 5%, masing-

masing untuk kelompok *after* sebesar 0,298 dan *event* 0,340. Kesamaan varians merupakan syarat untuk melakukan pengujian *independent sample t test*.

Pengujian *independent sample t test* menunjukkan bahwa pada kedua kelompok sampel, yakni antara kelompok *after* dengan *event* tidak terdapat perbedaan dengan nilai signifikansi pada taraf 5%, yakni 0,058. Namun dengan tingkat signifikansi sebesar 10% hipotesis kedua dapat diterima. Dengan demikian, dengan taraf signifikansi sebesar 10% terdapat perbedaan reaksi pasar antara kelompok perusahaan dengan pengumuman *continous cash dividend* dengan kelompok *initial cash dividend*. Perusahaan yang periode sebelumnya membagikan dividen akan direaksi lebih oleh investor dibandingkan dengan yang tidak membagikan dividen. Nilai *mean* dari reaksi pasar kelompok perusahaan yang mengumumkan *continous cash dividend* lebih tinggi, yakni sebesar 7,5905 (setara Rp5.818,85) untuk kelompok *after* dan 7,6049 (setara Rp5.861,99) untuk kelompok *event* dibandingkan dengan kelompok perusahaan yang mengumumkan *initial dividend*, yakni 7,1395 (setara Rp3.336,97) untuk kelompok *after* dan 7,1528 (setara Rp3.384,76) untuk kelompok *event*. Pengujian ini mendukung teori sinyal. Pasar lebih bereaksi dengan pengumuman *continous cash dividend* dibandingkan dengan *initial cash dividend*. Perusahaan dengan *continous cash dividend* dipandang lebih terpercaya.

### Uji Beda Reaksi Pasar pada Perubahan Nilai Dividen (Naik, Tetap, dan Turun)

Pengujian terhadap ada tidaknya reaksi pasar terhadap pengumuman dividen terkait dengan perubahan besaran dividen (naik, tetap, dan turun) dilakukan dengan uji *one way anova*. Di dalam pengujian ini diperoleh 14 data sampel perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran yang mengalami penurunan dibandingkan periode sebelumnya, 8 data sampel perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran tetap dibandingkan dengan periode sebelumnya, serta 17 data sampel perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran yang mengalami kenaikan dibandingkan dengan periode sebelumnya.

Tabel 4  
Hasil Uji Levene

No.	Keterangan	Levene Statistic	Signifikansi
1.	Based on Mean	1,553	0,225
2.	Based on Median	1,055	0,359
3.	Based on Median and With Adjusted df	1,055	0,360
4.	Based on Trimmed Mean	1,546	0,227

Sumber : Data diolah, 2017

Hasil uji normalitas menunjukkan nilai signifikansi di atas 5%. Dengan demikian data sampel bersifat normal. Hasil uji *Levene's Test* menunjukkan bahwa ketiga kelompok sampel memiliki nilai varians populasi yang sama. Hal ini ditunjukkan dengan seluruh nilai signifikansi baik yang berbasis *mean*, *median*, *median and with adjusted df*, maupun *trimmed mean* di atas 5%, masing-masing sebesar 0,225, 0,359, 0,360, dan 0,227.

Tabel 5  
Hasil Uji Beda Reaksi Pasar Terhadap Perubahan Besaran Dividen  
Dibandingkan Periode Sebelumnya

Keterangan	F	Signifikansi
Between Groups	5,338	0.009

Sumber : Data diolah, 2017

Hasil uji F di dalam Tabel 5 di atas menunjukkan nilai sebesar 5,338 dengan nilai signifikansi 0,009. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar oleh investor

diantara kelompok sampel perusahaan dengan pengumuman dividen yang mengalami kenaikan, tetap, maupun penurunan. *Mean* reaksi pasar dari kelompok perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran naik paling tinggi dengan nilai sebesar 8,53532. Di urutan kedua adalah kelompok perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran tetap, dengan nilai *mean* sebesar 7,4164. Sementara kelompok perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran yang mengalami penurunan menempati posisi terendah dengan nilai *mean* sebesar 6,8040. Hasil pengujian ini memperkuat teori sinyal, bahwa besaran dividen di dalam pengumuman dividen memiliki kandungan informasi yang akan direaksi oleh investor.

## 5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dan dipaparkan di dalam bagian hasil dan pembahasan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Pengumuman dividen kas memiliki kandungan informasi yang tinggi dalam periode antara tanggal pengumuman hingga tanggal *cum dividend*. Reaksi pasar sebelum maupun sesudahnya relatif lebih kecil. Namun demikian reaksi periode *before* lebih tinggi dibandingkan dengan periode *after*. Hal ini menunjukkan adanya beberapa investor yang sudah bereaksi terhadap informasi tersebut. Dengan demikian hipotesis pertama diterima.
2. Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen kas untuk kelompok perusahaan dengan *continous cash dividend* lebih besar dibandingkan dengan kelompok perusahaan dengan *initial cash dividend*. Dengan demikian hipotesis kedua diterima.
3. Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen kas lebih besar pada kelompok perusahaan yang mengumumkan dividen dengan besaran dividen yang naik dibandingkan dengan periode sebelumnya, berikutnya kelompok perusahaan dengan besaran dividen yang tetap, dan posisi terendah ditempati oleh perusahaan dengan besaran dividen yang mengalami penurunan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Andrianto, Yanuar, and Adrian Rishad Mirza. 2016. "A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 219: 99–103. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.04.048>.
- Bozos, Konstantinos, Konstantinos Nikolopoulos, and Ghanamaruthy Ramgandhi. 2011. "Dividend Signaling under Economic Adversity: Evidence from the London Stock Exchange." *International Review of Financial Analysis* 20, no. 5: 364–74. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.07.003>.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner. 1985. "Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies." *Journal of Financial Economics* 14, no. 1: 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X).
- Cesari, Amedeo De, and Winifred Huang-Meier. 2015. "Dividend Changes and Stock Price Informativeness." *Journal of Corporate Finance* 35: 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.004>.
- Dwipayana, I, and I Wiksuana. 2017. "Pengujian Efisiensi Pasar Di Bursa Efek Indonesia." *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 6, no. 4: 246943.
- Gantowati, E. dan Sulistiyani, Y. 2019. "Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Pada Perusahaan Yang Masuk Corporate Governance Perception Index." *E-Jurnal Akuntansi* 10, no. 3: 2432. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v27.i03.p29>.

- Graham, Benjamin, and L. David Dodd. 2009. "Security Analysis." *McGraw Hill*.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Ed 4. Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Jogiyanto, H. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Ed. 5. Yogyakarta : BPFE.
- Jogiyanto, H. 2012. *Pasar Efisien Secara Informasi, Operasional, dan Keputusan*. Ed. 2. Yogyakarta : BPFE.
- Khajar, Ibnu. 2008. "Pengujian Efisiensi Dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Pada Saat Dan Sesudah Krisis Moneter Pada Saham-Saham LQ-45." *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan/ Journal of Theory and Applied Management* 1, no. 3: 144–64. <https://doi.org/10.20473/jmtt.v1i3.2369>.
- Siaputra, Lani, and Adwin Atmadja. 2006. "Pengaruh Pengumuman Deviden Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum Dan Sesudah Ex-Deviden Date Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)." *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 8, no. 2: 71–77.
- Sunarjanto, N Agus, and L Adisastra. 2008. "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Terhadap Peristiwa Pengumuman Dividen Tunai Menurut BEJ." *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 12, no. 1: 56–65. <https://media.neliti.com/media/publications/106046-ID-pengujian-efisiensi-pasar-bentuk-setenga.pdf>.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Ed 1. Yogyakarta : Kanisius. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. Tahun 1, No. 3, Desember 2008, h. 144 – 64.
- Venkatesh, P. C. 1989. "The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility." *The Journal of Business* 62, no. 2: 175. <https://doi.org/10.1086/296458>.