

EFEK PENGUMUMAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP *RETURN* SAHAM YANG TERGOLONG *JAKARTA ISLAMIC INDEX*S

Endri

endri67@yahoo.com

ABFI Institute Perbanas Jakarta

ABSTRACT

This research aims to test dividend signaling theory in the Jakarta Islamic Index groups. Signaling theory states that dividend policy has information content that can influence to share price. This research uses samples in the form of company allocating dividend for period 2006-2007 which listed on Jakarta Islamic Index. Final samples which are utilized in this research are equal to 12 firms observation. Using the event-study method, the result of our research shows that at the significant level of 5%, there is only one working days which yield the abnormal return that is significant at the dividend announcements. Those are the sixth day before the event date with the value of 0.00889 or around 0.9%. The final conclusion is that stock price will negatively reacted to the announcement of dividend. Overall, the evidence tends to support the dividend irrelevancy hypothesis, but does not provide a support for the signaling theory. Evidence also indicates that dividend payment does not signal any information to the investors, which needs to be further investigated.

Keywords: abnormal return, dividend announcements, Jakarta Islamic Index JEL classification: G14, C70.

PENDAHULUAN

Pengumuman pembagian dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya, pengumuman pembagian dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Peningkatan dividen akan membuat pasar bereaksi positif bila pasar cenderung menginterpretasikan bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal tentang prospek cerah perusahaan di masa mendatang, demikian juga sebaliknya pasar akan bereaksi negatif jika terjadi penurunan dividen, yang dianggap sebagai sinyal yang kurang bagus tentang prospek perusahaan di masa mendatang.

Penelitian mengenai *abnormal return* disekitar pengumuman keputusan pembagian dividen memberikan hasil yang beragam. Penelitian yang dilakukan oleh Gonedes (1978) dan Brooks, *et al.*, (1976) menunjukkan pengumuman dividen tidak mengandung kandungan informasi, namun penelitian yang dilakukan oleh Pettit (1972), Aharony dan Swary (1980), Benartzi *et al.*, (1997), dan Mikhail *et al.*, (1999) menunjukkan pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor untuk pengambilan keputusan investasi.

Penelitian yang dilakukan di Indonesia juga menghasilkan bukti yang tidak konsisten. Bandi dan Hartono (2000) dan Apriani (2005) tidak berhasil membuktikan kandungan informasi pengumuman dividen. Namun hasil empiris lain menunjukkan bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi, seperti penelitian yang dilakukan oleh; Fatmawati dan Asri (1999), Suparmoko (2000), Kartini (2001), Pujiono (2002), dan Sularso 2003.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian-penelitian terdahulu mengenai apakah dividen mempunyai kandungan informasi atau tidak menjadi motivasi dalam melakukan studi ini. Disamping itu, penelitian yang khusus dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kebijakan dividen terhadap return saham yang tergolong dalam kelompok *Jakarta Islamic Index* (JII) menurut sepengetahuan peneliti belum dilakukan. Oleh karena itu, studi ini bertujuan untuk menguji apakah return saham JII di Bursa Efek Indonesia dipengaruhi oleh informasi yang dipublikasikan oleh emiten berupa pengumuman pembagian dividen. Disamping itu, penelitian ini bermanfaat bagi investor yang berinvestasi pada saham-saham yang tergolong dalam JII, apakah ada pengaruh kebijakan dividen terhadap return saham untuk memutuskan apakah membeli atau menjual saham sebelum atau sesudah pengumuman untuk mendapatkan *abnormal return*.

RERANGKA TEORETIS

Kebijakan Dividen

Dalam perusahaan, manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih (laba) setelah pajak, yaitu laba tersebut akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan atautkah akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Dua alternatif perlakuan terhadap laba ini sering menimbulkan konflik antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Para pemegang saham biasanya menginginkan laba tersebut supaya dibagikan dalam bentuk dividen, sedangkan manajer menginginkan supaya laba tersebut diinvestasikan kembali.

Kebijakan dividen mempengaruhi return yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jangka panjang. Ada dua pendekatan mengenai kebijakan dividen tersebut, yaitu: (1) Sebagai kebijakan pendanaan jangka panjang. Pendekatan ini berpandangan bahwa

laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan merupakan sumber dana jangka panjang. Pembagian dividen mengurangi sumber dana jangka panjang yang biasanya dapat digunakan untuk mendanai pengembangan usaha. Oleh karena itu, pembagian dividen akan mengakibatkan terjadinya penekanan pada perkembangan usaha atau memaksa pencairan dana ekstern. Jika perusahaan memiliki rencana pengembangan usaha yang cukup bagus maka sumber dana dari dalam perusahaan perlu ditingkatkan. (2) Sebagai kebijakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Pendekatan ini berpandangan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang kuat terhadap harga pasar dari saham yang beredar. Oleh karena itu, manajer dituntut untuk membagikan dividen sebagai *reward* yang diharapkan oleh seorang investor untuk membeli saham tersebut. Dalam teori *Efficiency Market Hypothesis*, harga saham bereaksi terhadap informasi yang ada, termasuk didalamnya adalah informasi tentang pembagian dividen. Informasi pembagian dividen dipercaya akan dapat mempengaruhi perilaku harga saham di bursa akibat dari aksi investor yang menginginkan keuntungan dari kejadian tersebut.

Dividen Signaling Theory

Dividend signaling theory pertama kali dikemukakan oleh Bhattacharya (1979). *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif. Salah satu fungsi teori *signaling* adalah untuk menilai adanya informasi *private*. Dalam pasar modal, pelaku pasar melakukan keputusan ekonomi dengan dasar informasi publikasi, pengumuman konferensi pers, dan *filling* kepada regulator. Namun demikian, para manajer masih tetap mempunyai informasi *private* yang memuat nilai perusahaan yang sebenarnya. Informasi *private* kadang-kadang mengindikasikan bahwa nilai perusahaan lebih tinggi dari yang terefleksikan dalam harga saham saat ini. Upaya manajer untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham adalah dengan mengkomunikasikan *good news* kepada pasar untuk meningkatkan harga saham.

Menurut Ross (1977) terdapat 3 syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu: (1). Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk. (2). Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses. (3). Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan

kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang).

Studi-Studi Empirik

Watts (1973) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel sebanyak 310 perusahaan dalam periode 1946-1967 untuk menguji kandungan informasi dari dividen. Watts menemukan bahwa nilai *abnormal return* tidak signifikan. Nilai *abnormal return* ini tidak melebihi biaya transaksi yang harus ditanggung. Sementara studi-studi lain seperti Penman (1983); dan Conroy, Eades, and Harris (2000) mendukung bahwa pengumuman laba dan perkiraan laba memberikan signal yang kuat kepada pemegang saham dari pada dividen yang memberikan informasi tentang kinerja perusahaan di waktu yang akan datang

Sementara Aharony dan Swary (1980) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel dividen kuartalan yang meliputi 149 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976 dengan menghitung *abnormal return* selama 10 hari di sekitar tanggal pengumuman pembagian dividen. Mereka menemukan bahwa pasar bereaksi dalam interval dua hari saja, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari pada waktu pengumuman pembagian dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi. Woolridge (1982) juga melakukan penelitian terhadap 376 pengumuman pembagian dividen selama tahun 1971-1976, dimana hasilnya mendukung bahwa pasar bereaksi terhadap perubahan positif dan negatif dari nilai dividen secara cepat dalam waktu sehari setelah pengumuman.

Studi lain, Benartzi *et al.*, (1997) meneliti 255 pengumuman dividen menurun dan 4249 dividen meningkat dalam periode 1979-1991. Hasil risetnya menunjukkan bahwa untuk jangka pendek yaitu tiga hari di sekitar pengumuman pembagian dividen terdapat reaksi pasar yang signifikan. Temuannya juga menunjukkan hubungan yang positif dan proporsional antara *abnormal return* dengan dividen. Penelitian yang menguji pengaruh pengumuman pembagian dividen terhadap *return* harga saham di Indonesia antara lain dilakukan Sularso (2003) yang menyimpulkan bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat *ex-dividend date*, dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend date*. Wibowo dan Manurung (2004) juga menyimpulkan bahwa *abnormal return* positif terjadi pada saat pengumuman dividen dan satu hari setelahnya. *Abnormal return* berubah menjadi terus negatif sejak hari kedua setelah pengumuman sampai pada sekitar hari batas *cum dividend*. Negatif *abnormal return* ini diduga karena adanya *unsatisfied expectation* dari para investor yang berkaitan dengan jumlah dividen yang akan dibagikan.

Siaputra, Lani dan Adwin Surja (2006) berdasarkan hasil penelitian menyimpulkan bahwa nilai rata-rata harga saham sebelum *ex-dividend date* dan nilai rata-rata harga

saham sesudah *ex-dividend date* secara statistik berbeda signifikan. Dan besarnya perubahan harga saham tersebut secara statistik tidak berbeda dengan nilai deviden per lembar saham yang dibagikan. Kurniawati (2006) melakukan penelitian terhadap *Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Abnormal Return: Pengujian Signaling Hypothesis di Bursa Efek Jakarta* menyimpulkan bahwa pasar di Bursa Efek Jakarta melakukan respon terhadap pengumuman dividen baik pada pengumuman dividen meningkat ataupun pengumuman dividen menurun. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku pasar dapat menangkap sinyal yang diberikan oleh perusahaan emiten yang mengumumkan pengumuman tersebut, dimana ternyata pengumuman dividen tetap dianggap sebagai sinyal yang menunjukkan kondisi kinerja keuangan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Data dan Sumber Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang berwujud angka-angka yang diperoleh sebagai hasil pengukuran atau penjumlahan. Data kuantitatif tersebut berupa: (1). Data harga saham, yaitu data harga saham harian dari 12 emiten saham-saham syariah yang selama tahun 2006-2007 secara terus menerus tercatat pada JII dan melakukan pembagian dividen. (2). Data indeks harga saham, yaitu data harian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). (3). Data Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI), yaitu data tingkat bagi hasil dari Bank Indonesia yang merupakan tingkat return bebas resiko (*risk free rate*). (4). Data pengumuman pembagian dividen yang dilakukan oleh emiten saham oleh Bursa Efek Indonesia

Data-data kuantitatif yang terkait dengan saham tersebut dikumpulkan melalui metode *library research* yaitu data dikumpulkan secara tidak langsung dari sumber data antara lain Bursa Efek Indonesia, Bank Indonesia dan sumber data lainnya berupa publikasi atau *web site* dari sumber data tersebut. Sedangkan data *risk free rate* (tingkat pengembalian bebas resiko) dikumpulkan dari data Bank Indonesia mengenai tingkat bagi hasil Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI).

Periode Waktu dan Jumlah Data

Data harga saham dari 12 emiten saham dikumpulkan dalam periode waktu dua tahun yaitu 1 Januari 2006-31 Desember 2007. Sedangkan untuk penelitian terhadap kejadian pengumuman pembagian dividen maka ditentukan periode waktu yang dilakukan pengamatan (*event window*) adalah 21 hari. Sedangkan periode untuk penelitian terhadap return dari masing-masing saham untuk menghitung *beta* saham maupun untuk menghitung return dari pasar modal secara keseluruhan dengan data IHSG adalah selama dua tahun yaitu sejak 1 Januari 2006 s.d. 31 Desember 2007. Jumlah data yang dikumpulkan sesuai periode waktunya masing-masing adalah: (1). Data harga saham untuk 12 emiten saham masing-masing sebanyak 487 data, namun yang diamati

perubahan harganya sebanyak 42 data. (2). Data IHSG masing-masing sebanyak 487 data. (3). Data SWBI merupakan data bulanan terdapat 24 data.

Teknik Analisis Data

Pengukuran *Actual Return*

Actual return yang dilakukan pengukuran adalah return dari saham ke-i dan return dari pasar. Return dari saham mempergunakan data harga saham sedangkan data return dari pasar mempergunakan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Pengukuran return secara statistik dilakukan dengan membandingkan antara harga saham pada waktu t dengan harga saham pada t-1, namun agar tidak terjadi bias dalam menghitung return karena terpengaruh oleh magnitude pembagiannya maka perhitungan return dilakukan dengan persamaan sebagai berikut (Sularso, 2003:8):

$$R_{it} = Ln \frac{P_t}{P_{t-1}} \quad (1)$$

dimana:

R_{it} = tingkat pengembalian saham i pada periode t

P_t = harga saham i pada periode t

P_{t-1} = harga saham i pada periode t-1

Persamaan tersebut juga dipergunakan dalam menghitung return pasar yaitu dengan membandingkan IHSG pada waktu t dengan pada saat t-1, dengan persamaan:

$$R_{mt} = Ln \frac{IHSG_t}{IHSG_{t-1}} \quad (2)$$

dimana:

R_{mt} = tingkat pengambilan portofolio pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

Model untuk Mengukur *Expected Return*

Expected return merupakan return yang harus diestimasi (Hartono, 2008 : 550). Brown dan Warner (1985) mengestimasi *expected return* menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

Pertama *Mean-adjusted Model*

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

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=1}^{t-1} R_{i,t}}{T} \quad (3)$$

dimana:

$E[R_{i,t}]$ = expected return saham ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = actual return saham ke-i pada periode estimasi ke-j.

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai t2.

Kedua *Market Model*

Dalam market model, perhitungan return dilakukan dengan dua tahap, yaitu: membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi selama periode windows. Persamaannya sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

dimana:

$R_{i,t}$ = return realisasi saham ke-i pada periode estimasi ke-t.

α_i = intercept untuk saham ke-i.

β_i = koefisien slope yang merupakan Beta dai saham ke-i.

R_{mt} = return indeks pasar (IHSG) pada periode estimasi ke-t.

ε_{it} = kesalahan residu saham ke-i pada periode estimasi ke-t.

Persamaan tersebut menunjukkan hubungan yang merupakan persamaan regresi. Dalam suatu persamaan regresi satu variabel, dependen variabel di hubungkan dalam suatu garis lurus dengan *intercept* α dan *slope* β , deviasi dari garis tersebut yaitu e diasumsikan sebagai penyimpangan baik berkorelasi ataupun tidak dengan independen variabel. Sensitivitas dari saham dengan pasar diukur dengan β_i , yaitu slope dari persamaan regresi. β_i disebut pula dengan beta dari suatu saham. Intersep dari persamaan regresi adalah α_i , yang menggambarkan tingkat pengembalian tertentu dari rata-rata perusahaan ketika excess return dari pasar adalah nol. Sedangkan deviasi dari hasil observasi pada persamaan regresi pada suatu periode adalah ε_{it} dan disebut juga *residuals*. Setiap *residual* merupakan selisih antara return saham yang sebenarnya dengan return yang diperkirakan berdasarkan persamaan regresi.

Ketiga *Market-adjusted Model*

Model disesuaikan-pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

Pengukuran *expected return* pada penelitian ini menggunakan *economic model* yaitu Capital Asset Pricing Model (CAPM) dengan persamaan sebagai berikut (Hartono, 2008 : 478):

$$E(R_i) = RFR + \beta_i(R_M - RFR) \quad (5)$$

dimana:

$E(R_i)$ = *expected return* dari saham i

RFR = tingkat return yang bebas dari resiko (*Risk Free Rate*)

β_i = *beta* dari saham i

R_M = tingkat return dari market atau pasar

Pengukuran Beta (β) Saham

Beta menurut Bodie, *et al.*, (2006) adalah suatu ukuran *systematic risk* pada asset atau surat berharga, yaitu kecenderungan dari return surat berharga untuk merespon dalam suatu pasar yang luas. Sedangkan Hartono (2008:357) mendefinisikan beta sebagai suatu pengukur volatilitas (*volatility*) return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap return pasar. Volatilitas adalah fluktuasi dari return-return suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Beta suatu saham menunjukkan risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi.

Beta dapat juga dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi beta suatu saham dapat dilakukan dengan menggunakan return-return saham sebagai dependen variabel dan return-return pasar sebagai independen variabel. Persamaan regresi ini akan menghasilkan koefisien beta yang diasumsikan stabil dari waktu ke waktu selama masa periode observasi. Jika beta sifatnya adalah stabil, maka semakin lama periode observasi yang digunakannya di persamaan regresi, semakin baik hasil beta. Beta dapat dihitung dengan teknik regresi menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang dapat dituliskan (Bodie *et al.*, 2006:411):

$$R_i - RFR = \alpha + \beta_i(R_M - RFR) + e_i \quad (6)$$

dimana:

R_i = return dari saham i

RFR = tingkat return yang bebas dari resiko (*Risk Free Rate*)

β_i = *beta* dari saham i

R_M = tingkat return dari market atau pasar

e_i = kesalahan residu saham i

sehingga dependen variabel persamaan regresi adalah sebesar $(R_i - RFR)$ dengan independennya variabel adalah $(R_M - RFR)$.

Mengukur dan Menganalisa *Abnormal Return*

Abnormal return merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal (*expected return*). Pengukuran abnormal return adalah *actual return* dikurangi dengan *normal return*. Untuk perusahaan *i* dan tanggal kejadian *t* maka *abnormal return* (AR) adalah:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (7)$$

dimana:

AR_{it} = *abnormal return* saham ke-i pada periode peristiwa ke-t

R_{it} = *actual return* saham ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E(R_{it})$ = *expected return* saham ke-i pada periode peristiwa ke-t

Dalam model ini yang dipergunakan untuk membuat model *expected return* adalah *market model* yang mengasumsikan suatu hubungan yang linear antara market return dan return surat berharga.

Menghitung CAR dan CAAR

Agar dapat dianalisa maka *abnormal return* seluruh surat berharga dalam sampel diagregat agar diperoleh gambaran keseluruhan proses dari event yang diteliti. Agregat tersebut dilakukan dalam dua dimensi yaitu untuk seluruh periode waktu yang diamati dan seluruh surat berharga dalam sampel, agregat tersebut akan menghasilkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang mengakomodasi berbagai periode waktu (n) dalam event window. CAR merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya di dalam event window untuk masing-masing saham (Hartono, 2008:564).

Dengan mendefinisikan (t_1, t_2) sebagai sampel CAR dari event window dimana t_1 (periode waktu n sebelum event) sampai dengan t_2 (periode waktu n setelah event) maka CAR untuk t_1 sampai dengan t_2 adalah penjumlahan abnormal return dengan model sebagai berikut:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (8)$$

Dua asumsi utama dalam melakukan agregat abnormal return: pertama, tidak terdapat clustering, yaitu tidak ada overlap dalam *event window* dari surat berharga yang diamati. Kedua, adanya distribusi normal. Kedua asumsi ini mengimplikasikan bahwa cumulative abnormal return adalah independen diantara surat berharga. Setelah menghitung nilai CAR, maka hal yang selanjutnya dilakukan adalah menghitung nilai *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR), dengan persamaan sebagai berikut:

$$CAAR = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_{it} \quad (9)$$

Dimana nilai *Average Abnormal Return* (AAR) didapat dengan persamaan:

$$AAR = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{it} \quad (10)$$

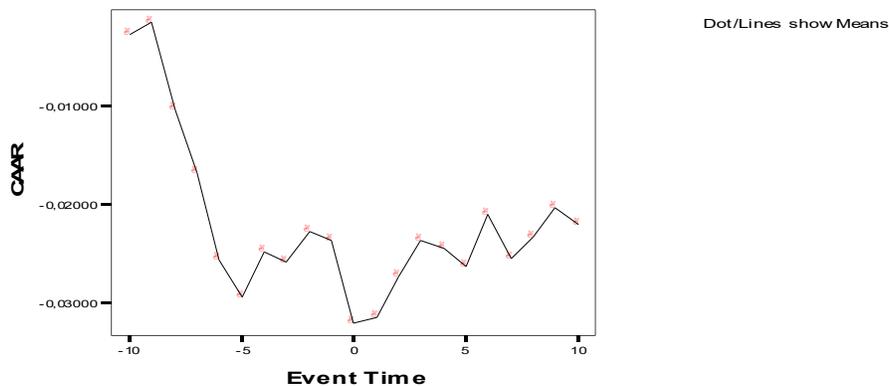
Dan standar errornya, dengan persamaan:

$$\text{Standar error in abnormal return pada hari } t = \sum_1^n \frac{(AR_{it} - AAR_{it})^2}{(n-1)} \quad (11)$$

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Menghitung *Abnormal Return*

Hasil perhitungan *Abnormal return* untuk seluruh saham yang termasuk dalam sampel penelitian sesuai dengan periode *event window* ditunjukkan dalam tabel 1. Sementara untuk perhitungan rata-rata *abnormal return* (AAR) dan *cumulative average abnormal return* (CAAR) untuk keseluruhan saham dalam sampel pada setiap hari dalam periode *event window* yang dilakukan pengamatan, serta *standard error* dari masing-masing *average abnormal return* (AAR) diperlihatkan dalam tabel 2. Berdasarkan hasil perhitungan menunjukkan bahwa *average abnormal return* pada periode *event window* dari saham-saham syariah berfluktuasi namun secara umum setelah tanggal pengumuman dividen, pada saham-saham syariah terdapat *abnormal return* walaupun besarnya tidak terlalu signifikan. Gambaran yang lebih baik mengenai signifikansi dari *abnormal return* diperoleh dari angka *cumulative average abnormal return* yang diperoleh dari penjumlahan setiap *average abnormal return* pada tiap hari dalam periode *event window* sebagaimana tampak pada tabel 2 dan dapat digambarkan dalam plot pada gambar 1 sebagai berikut:



Gambar 1
Plot *Cumulative Average Abnormal Return* untuk 10 hari sebelum dan sesudah Tanggal pengumuman pembagian dividen (*event date*)

Dari diagram plot *cumulative average abnormal return* pada gambar 1 secara jelas menunjukkan nilai minus yang berarti perdagangan saham-saham syariah dalam sampel menunjukkan kerugian. Dari data dan plot *cumulative average excess return* menunjukkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* positif. Dari gambaran tersebut kemungkinan yang dapat disimpulkan yaitu pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga atau *return* dari saham-saham syariah. Untuk memastikan hal tersebut maka akan dilakukan pengujian secara statistik.

Tabel 1
Abnormal Return dari Saham-saham Syariah pada *Event Window*

Sumber: Data Diolah

Tabel 2
Abnormal Return harian pada periode Event Window

No	Trading Day	Cumulative Average Abnormal Return	Average Abnormal Return	Std. Error Average Excess Return
1	-10	-0,00279	-0,00279	0,00297
2	-9	-0,00143	0,00136	0,00436
3	-8	-0,01032	-0,00889	0,00773
4	-7	-0,01682	-0,00650	0,00536
5	-6	-0,02572	-0,00889	0,00280
6	-5	-0,02949	-0,00377	0,00473
7	-4	-0,02485	0,00464	0,00486
8	-3	-0,02595	-0,00110	0,00679
9	-2	-0,02282	0,00313	0,00617
10	-1	-0,02365	-0,00083	0,00575
11	0	-0,03215	-0,00850	0,00523
12	1	-0,03149	0,00066	0,00483
13	2	-0,02741	0,00408	0,00453
14	3	-0,02375	0,00366	0,00520
15	4	-0,02448	-0,00073	0,00599
16	5	-0,02633	-0,00185	0,00418
17	6	-0,02105	0,00528	0,00463
18	7	-0,02550	-0,00445	0,00548
19	8	-0,02335	0,00215	0,00497
20	9	-0,02032	0,00302	0,00560
21	10	-0,02213	-0,00181	0,00373

Sumber: Data diolah

Pengujian Statistik

Pengujian statistik merupakan tahapan terakhir dari metode *event study* yaitu untuk menguji apakah suatu *event* atau kejadian yang dalam hal ini berupa pengumuman dividen berpengaruh terhadap *return* atau harga saham. Perhitungan terhadap t statistik merupakan dasar untuk menerima hipotesis. Untuk kemudian hasil t statistik dibandingkan dengan t tabel. T tes merupakan salah satu bentuk analisis statistik inferensial yang dimaksudkan untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis. t statistik dihitung sesuai dengan persamaan sebagai berikut:

$$t = \frac{\beta}{\text{standar error of the estimate}} \quad (12)$$

Pengujian t statistik dipergunakan karena sampel data yang dilakukan analisa sesuai dengan *event window* merupakan sampel dengan jumlah kecil. Jumlah sampel yang dimaksudkan disini adalah jumlah hari dalam periode *event window* atau dalam penelitian sebanyak 21 sampel.

Dari hasil perhitungan t statistik sesuai dengan persamaan di atas untuk kemudian dibandingkan dengan nilai kritis (*critical value*) dari t dengan tingkat keyakinan 95% atau α sebesar 5% untuk pengujian two tailed (dua arah) sesuai dengan tabel uji t dapat dilihat pada tabel 3. Dari hasil perhitungan dan analisis serta pengujian berdasarkan periode *event window*, dapat dijelaskan bahwa besarnya t-hitung yang diperoleh dari hasil pengujian hipotesis dibandingkan dengan nilai t-tabel. Nilai t-tabel sebesar 2.086 pada tingkat signifikansi 5%. Hipotesis akan diterima jika t-hitung > 2.086 atau < -2.086 . Berdasarkan tabel 4.13 di atas dapat dilihat bahwa ada satu hari bursa yang menghasilkan *abnormal return* yang signifikan, yaitu pada hari ke-6 sebelum *even date*

Pada hari ke-6 sebelum *event date*, *abnormal return* negatif sebesar 0.00889 atau sekitar 0.9%. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman pembagian dividen merupakan *bad news bagi* investor yang kemungkinan besar tidak akan memberikan keuntungan bagi investor. Hasil pengujian empiris ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980) yang melakukan penelitian dengan menggunakan sampel dividen kuartalan yang meliputi 149 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976 dengan menghitung *abnormal return* selama 10 hari di sekitar tanggal pengumuman pembagian dividen. Mereka menemukan bahwa pasar bereaksi dalam interval dua hari saja, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari pada waktu pengumuman pembagian dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi.

Selain itu, hasil penelitian ini juga sejalan dengan Sularso (2003) yang melakukan penelitian yang sama dengan hasil penelitian bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat *ex-dividend date*, dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend date*. Wibowo dan Manurung (2004) dalam tulisan berjudul *Efek Pembagian Dividen Tunai Terhadap Return Harga Saham*.

Berdasarkan penelitian tersebut disimpulkan bahwa *abnormal return* positif terjadi pada saat pengumuman dividen dan satu hari setelahnya. *Abnormal return* berubah menjadi terus negatif sejak hari kedua setelah pengumuman sampai pada sekitar hari batas *cum dividend*. Negatif *abnormal return* ini diduga karena adanya *unsatisfied expectation* dari para investor yang berkaitan dengan jumlah dividen yang akan dibagikan.

Tabel 3
Perhitungan t Statistik

No	Trading Day	T-Hitung	Hipotesis
1	-10	-0,93955	Terima Ho
2	-9	0,31084	Terima Ho
3	-8	-1,14954	Terima Ho
4	-7	-1,21207	Terima Ho
5	-6	-3,17971	Tolak Ho
6	-5	-0,79732	Terima Ho
7	-4	0,95424	Terima Ho
8	-3	-0,16207	Terima Ho
9	-2	0,50687	Terima Ho
10	-1	-0,14430	Terima Ho
11	0	-1,62596	Terima Ho
12	1	0,13679	Terima Ho
13	2	0,90090	Terima Ho
14	3	0,70333	Terima Ho
15	4	-0,12184	Terima Ho
16	5	-0,44289	Terima Ho
17	6	1,13967	Terima Ho
18	7	-0,81162	Terima Ho
19	8	0,43269	Terima Ho
20	9	0,53980	Terima Ho
21	10	-0,48393	Terima Ho

Sumber: Data diolah

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pengumuman pembagian dividen pada *return* saham-saham *Jakarta Islamic Index* dengan menggunakan metode *event study* yang mengamati pergerakan harga saham dipasar modal selama periode waktu 2006-2007. Untuk menguji adanya reaksi harga dilakukan uji *abnormal return* selama *event window* dengan analisis perhitungan berdasarkan konsep model-model keseimbangan yaitu *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Berdasarkan hasil uji statistik tersebut, dapat disimpulkan bahwa pengaruh pengumuman pembagian dividen terhadap perubahan harga saham ditunjukkan dengan masih diperolehnya *abnormal return* pada sekitar tanggal pengumuman pembagian dividen. Secara rinci, dapat dijelaskan bahwa masih terdapat *abnormal return* negatif pada hari ke-6 sebelum *event date* sebesar 0.00889 atau sekitar 0.9%. Ini berarti bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman

pembagian dividen, sehingga informasi tersebut merupakan *bad news*. *Bad news* disini dapat disebabkan bahwa investor melihat pengumuman pembagian dividen tersebut tidak memberikan keuntungan bagi investor, atau terjadi penurunan dari jumlah dividen yang dibagikan, sehingga terjadi ketidakpuasan investor (*unsatisfied expectation*). Selain itu, dapat juga disebabkan oleh investor yang kurang memperhatikan informasi pengumuman pembagian dividen, sehingga pada saat harga saham mengalami penurunan investor membeli dengan harga yang lebih mahal, sehingga terjadi *abnormal return* yang negatif. Berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa hanya diperoleh satu hari *abnormal return* dalam periode *event windows*, maka disarankan untuk penelitian yang akan datang dapat menggunakan SBI Syariah sebagai *risk free rate* dalam perhitungan *beta* yang diharapkan lebih menggambarkan kondisi pasar sebenarnya dan telah diterbitkan oleh Bank Indonesia pada awal tahun 2008 lalu.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. and I. Swary. 1980. "Quarterly dividend and earnings announcements and shareholders return: An empirical analysis", *Journal of Finance* 35, 77-96.
- Apriani, Lisia. 2005. *Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Kenaikan/Penurunan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Utilitas Publik dan Perusahaan dalam Industri Tidak Diregulasi)*, Solo: SNA VIII.
- Bandi dan Hartono. J. 2000. "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 2.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy and the "bird in the hand fallacy," *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Bodie, Kane, dan Marcus. 2006. *Investasi* Buku 1, (Ed-Keenam), Jakarta: Salemba Empat.
- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely dan Richard H. Thealer. 2000. "Do Changes in Dividend Signal the Future or the past?", *The Journal of Finance*, 32 (Juli): 1007-12034.
- Brooks, LeRoy D., dan Dale A. Buckmaster. 1976. Further evidence on the time series properties of accounting and income, *Journal of Finance* 31, 1359-1373.
- Conroy, R. M., K. M. Eades, dan R. S. Harris. 2000. A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: Evidence from simultaneous announcements in Japan, *Journal of Finance* 55, 1199-1227.

- Gonedes, N.J. 1978. Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of Accounting Research* 16, 26–79.
- Fatmawati, Sri dan Asri, Marwan, 1999. *Stock Split* Pengaruh terhadap likuiditas saham yang diukur dengan besarnya bid-ask spread di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14, No. 4
- Hartono, Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, (Ed-Kelima), Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Kartini, 2001. Analisis reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta, *Siasat Bisnis*. Vol. 6 No. 2
- Kurniawati, Indah. 2006. “Analisis Pengaruh Pengumuman Deviden terhadap Abnormal Return: Pengujian Signaling Hypothesis di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, dan R. H. Willis. 2003. Reactions to dividend changes conditional on earnings quality, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 18, 121-152.
- Penman, S. H. 1983. “The predictive content of earnings forecasts and dividends”, *Journal of Finance* 38, 1181-1199.
- Pettit, R. Richardson, 1972. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance* 27, 993–1007.
- Pujiono. 2002. Dampak Kebijakan Dividen terhadap harga saham pada waktu Ex dividen Day. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No.1
- Ross, S. A. (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach”. *Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Siaputra, Lani, dan Adwin Surja A. 2006. “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 8. No. 1.
- Sularso, R. Andi. 2003. “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 5. No.1.

- Suparmoko. 2000. Dividen Announcement Effect on Stock Return: A test of signaling hypothesis in Indonesia Stock Market, *Gajah Mada International Journal of Business*, Vol 2, No. 3
- Watts, R., 1973. The information component of dividends. *Journal of Business* 46, 191_/211.
- Wibowo, Buddhi, dan Manurung, Adler. 2004. “Efek Pembagian Dividen Tunai terhadap Return Harga Saham”, *Manajemen Usahawam Indonesia*, No. 10/TH. XXXIII Oktober, hal. 23-29
- Woolridge, J. R. 1983. Dividend changes and security prices, *Journal of Finance* 38, 1607-1615

Indeks Subjek

Abnormal Return 2

Dividend Signaling Theory 3

Event Study 16

Jakarta Islamic Index 2

Kandungan Informasi 2

Kebijakan Dividen 2

Volatility 7