

INTISARI

Studi ini melakukan pengujian kembali reaksi pasar atas rangkaian peristiwa pembayaran dividen menggunakan metode studi peristiwa. Sampel penelitian ini mencakup semua pembayaran dividen dari 2017 hingga 2018 di Bursa Efek Indonesia. Berbeda dari penelitian sebelumnya, penelitian ini juga menggunakan pengujian statistik lain yang diusulkan oleh Harrington dan Shriver (2007), dimana disebutkan bahwa uji-t klasik tidak cukup untuk memastikan adanya *abnormal return* pada suatu peristiwa karena bias akibat volatilitas yang disebabkan oleh suatu peristiwa. Melalui pengujian statistik yang diusulkan untuk menguji *abnormal return* tersebut, penelitian ini menunjukkan bahwa pasar memang bereaksi terhadap tanggal *cum-dividend* dan tanggal pembayaran dividen, serta menunjukkan bahwa uji-t klasik menunjukkan kesimpulan yang sama dengan tes lainnya.

Kata Kunci : Dividen, Studi Peristiwa, Uji Statistik, *Abnormal Return*

ABSTRACT

This study revisits the market reactions on the dividend payment event using the event study method. The sample of this study includes all dividend payments from 2017 to 2018 in the Indonesia Stock Exchange. Different from the previous studies, this study also performs other tests proposed by Harrington and Shriker (2007), who have pointed out that standard classical t-test is not enough to ensure abnormal return on an event because of the bias due to volatility caused by an event. Using the proposed statistical tests for testing the abnormal return, this study shows that the market indeed reacts to the cum-dividend date and dividend payment date, as well as showing that the classical t-test showing the same conclusion as the other tests.

Keywords: Dividend, Event Study, Statistical Test, Abnormal Return

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dividen dan *capital gains* merupakan keuntungan yang didapatkan oleh pemegang saham dari aktivitas investasinya. Menurut Miller and Modigliani (1961), disebutkan bahwa dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan dalam kondisi pasar modal sempurna. Mereka berpendapat bahwa hanya kebijakan investasi yang dapat memengaruhi nilai perusahaan. Sejak itu apakah pembayaran dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan menjadi motivasi bagi para peneliti setelahnya.

Beberapa penelitian mencoba mengembangkan teori-teori mengenai dividen, misalnya Bhattacharya (1979), mengembangkan hipotesis sinyal (*signaling*) dari dividen. Dividen dapat berperan dalam memberikan informasi kepada pemegang saham ataupun calon pemegang saham mengenai kondisi dan prospek dari perusahaan karena dividen erat kaitannya dengan laba perusahaan. Informasi merupakan faktor penting yang dibutuhkan oleh pemegang saham untuk memahami kondisi pasar saham dan perusahaan sebelum berinvestasi. Kemudian berdasarkan Aivazian et al (2003) dan Asem dan Alam (2015), juga menjelaskan bahwa salah satu alasan keputusan perusahaan untuk melakukan distribusi dividen adalah faktor ketidaksempurnaan pasar akibat adanya kesenjangan informasi karena manager perusahaan memiliki informasi yang lebih unggul mengenai kondisi finansial perusahaan saat ini dan yang akan datang. Informasi-informasi

yang bersumber dari aksi perusahaan (*corporate action*) maupun kinerja perusahaan akan memengaruhi keputusan investor atas saham perusahaan dan berpotensi menimbulkan kemungkinan adanya *abnormal return* disekitar waktu terjadinya informasi, misalnya peristiwa pembayaran dividen.

Black dan Scholes (1974) menguji secara empiris pengaruh *dividend yield* terhadap harga saham dengan cara memodifikasi uji *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan menemukan bahwa harga saham tidak dipengaruhi oleh *dividend yield*, hal ini membuktikan preposisi dari Miller dan Modigliani. Untuk membuktikan preposisi tersebut, kemudian sebuah metode yang secara langsung menguji reaksi pasar dari dampak sebuah keputusan perusahaan, misalnya pembayaran dividen, dikembangkan. Metode tersebut disebut dengan metode studi peristiwa (*event study*) yang diperkenalkan oleh Fama et al. (1969), yang pada dasarnya ditujukan untuk menguji hipotesis pasar efisien Fama (1970). Semenjak itu *event study* banyak digunakan pada penelitian empiris keuangan untuk mengetahui reaksi pasar saham atas suatu peristiwa yang relevan yang ditunjukkan dengan ada atau tidaknya *abnormal return* di sekitar tanggal peristiwa.

Namun demikian, penelitian Harrington dan Shrider (2007) menunjukkan bahwa pengujian statistik yang dibutuhkan untuk meyakinkan adanya *abnormal return* pada suatu peristiwa tidak cukup hanya dengan uji-t klasik karena adanya bias akibat volatilitas yang disebabkan oleh suatu peristiwa sehingga dibutuhkan metode uji statistik yang lebih *robust* untuk membuktikan bahwa *abnormal return* benar terjadi pada masa periode amatan sebuah penelitian.

Penelitian terdahulu yang membahas *event study* di Indonesia untuk mengetahui *abnormal return* pada pasar saham seperti yang dilakukan oleh Kusno dan Hartanto (2018), Raymond (2017), Haryanto (2011), Endri (2009), dan Lavista dan Utami (2017) menunjukkan bahwa pengujian statistik hanya menggunakan satu metode, yaitu uji-t klasik. Oleh karena itu, penelitian ini dibuat bertujuan untuk menguji kembali reaksi pasar saham terhadap rangkaian peristiwa pembayaran dividen dengan berbagai metode yang disarankan oleh Harrington dan Shridder (2007). Atas latar belakang tersebut, peneliti membuat karya akhir dengan judul "Reaksi Pasar atas Peristiwa Pembayaran Dividen di Indonesia".

1.2 Rumusan Masalah

Kebijakan dividen yang diputuskan oleh perusahaan mengandung informasi yang dapat ditangkap berbeda oleh masing-masing investor di pasar saham sehingga dividen merupakan faktor yang penting dalam pembentukan persepsi investor. Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap rangkaian pembayaran dividen sebelumnya banyak dilakukan untuk menguji indikator *abnormal return* yang terjadi namun berdasarkan penelitian Harrington dan Shridder (2007) dibutuhkan pengujian statistik yang lebih *robust* untuk membuktikan *abnormal return*.

1.3 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah apakah pasar saham memiliki reaksi dalam bentuk *abnormal return* pada rangkaian peristiwa pembayaran dividen baik pada tanggal *cum-*

dividend maupun pada tanggal *payment-dividend* dengan menggunakan berbagai pengujian statistik.

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan pertanyaan penelitian yang telah dijelaskan diatas, maka tujuan penelitian pada penelitian ini adalah untuk menguji reaksi pasar saham dalam bentuk *abnormal return* pada rangkaian peristiwa pembayaran dividen, baik pada tanggal *cum-dividend* maupun pada tanggal *payment-dividend* dengan menggunakan berbagai pengujian statistik

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan diharapkan dapat memberi manfaat bagi pihak-pihak yang terkait, antara lain:

a. Bagi Akademisi

Memberikan sebuah asesmen apakah uji t yang selama ini digunakan untuk pengujian *abnormal return* saham atas sebuah peristiwa karena kepraktisannya cukup untuk mengidentifikasi ada atau tidaknya *abnormal return* saham.

b. Bagi Investor

Memberikan informasi untuk menjadi bahan tambahan evaluasi saat pengambilan keputusan investasi, sehingga investor dapat menentukan pilihan mengenai saham yang akan dibeli.

c. Bagi Perusahaan

Memberikan informasi mengenai pengaruh dari rangkaian pembayaran dividen terhadap reaksi pasar saham sehingga dapat digunakan salah satu pertimbangan dalam strategi perusahaan.

1.6 Lingkup Penelitian

Penelitian ini memiliki ruang lingkup dalam penelitian yaitu antara lain :

1. Penelitian dilakukan berdasarkan data perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2017-2018.
2. Pengujian dilakukan terbatas pada perusahaan yang membagikan dividen tunai.
3. Penelitian dilakukan terbatas untuk melihat reaksi pasar saham Indonesia pada rangkaian peristiwa pembayaran dividen, tidak termasuk hubungan kausalitas antara keduanya.

1.7 Sistematika Laporan Penelitian

Penulisan penelitian ini terbagi menjadi lima bab yang terdiri atas :

Bab I : Pendahuluan

Pada Bab I akan dijelaskan mengenai latar belakang penulisan topik penelitian, rumusan masalah dalam penelitian, ruang lingkup penelitian, pertanyaan dan tujuan penelitian, dan juga sistematika laporan penelitian.

Bab II : Landasan Teori

Pada Bab II akan diuraikan mengenai teori-teori dan konsep yang melandasi tentang efisiensi pasar, kebijakan dividen, *event study*, dan juga penelitian-penelitian sebelumnya yang sudah pernah dilakukan beserta hipotesis penelitian.

Bab III : Metode Penelitian

Pada Bab III terdapat penjelasan mengenai metode penelitian yang dilakukan meliputi pengumpulan data, pemilihan sampel, sumber data serta pengujian hipotesis yang akan dilakukan pada penelitian ini.

Bab IV : Hasil Penelitian

Pada Bab IV akan dipaparkan hasil dari pengolahan data yang telah dilakukan dan juga hasil pengujian hipotesis penelitian.

Bab V : Simpulan

Pada Bab V akan ditampilkan kesimpulan dari penelitian, keterbatasan penelitian, implikasi keilmuan dan praktis dari hasil penelitian, dan juga saran bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar merupakan sebuah konsep yang membahas mengenai bagaimana respon yang diberikan pasar terkait adanya informasi sehingga informasi tersebut dapat memengaruhi pergerakan harga saham menuju pada harga keseimbangan yang baru. Tandililin (2010) menjelaskan bahwa pasar modal yang efisien merupakan kondisi pasar dimana harga sekuritas yang berada di pasar sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi yang dimaksudkan adalah meliputi informasi yang tersedia untuk masa lalu seperti informasi laba perusahaan tahun-tahun sebelumnya, informasi yang tersedia untuk saat ini seperti rencana memberikan kenaikan dividen yang akan dibagikan pada tahun ini, dan informasi yang beredar di pasar yang bersifat opini rasional dapat memberikan pengaruh pada perubahan harga sekuritas di pasar. Fama (1970) juga menyebutkan definisi pasar efisien sebagai kondisi dimana informasi yang tersedia sudah tercermin pada harga-harga sekuritas secara penuh. Fama kemudian memformalkan definisinya mejadi suatu fungsi dari harga-harga sekuritas dimasa yang akan datang dipengaruhi oleh informasi yang tersedia dimasa saat ini (Hartono, 2010). Hal ini dikarenakan banyak perdebatan yang timbul akibat istilah “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia sulit untuk dibuktikan secara empiris karena dibutuhkan adanya suatu *benchmark* yang dapat menunjukkan akurasi dari ekspektasi harga saham semua investor.

Bodie, et al (2014) menjelaskan bahwa secara umum terdapat tiga jenis *Efficient Market Hypothesis (EMH)* sesuai dengan konsep pasar efisien dari Fama (1970) yaitu antara lain :

1. Efisiensi bentuk lemah (*weak-form*).

Hipotesis pasar efisien bentuk lemah menjelaskan bahwa informasi yang dapat diturunkan pada masa lalu (seperti historis harga saham, historis volume perdagangan dan bunga jangka pendek) sudah terefleksikan semua pada harga saham. Oleh karena itu informasi masa lalu tersebut sudah tidak dapat digunakan untuk prediksi perubahan harga saham yang akan datang karena sudah terefleksikan pada saat ini.

2. Efisiensi bentuk setengah kuat (*semi-strong form*).

Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat menyebutkan bahwa segala informasi umum yang terpublikasikan mengenai prospek perusahaan (seperti pembayaran dividen, pengumuman *stock split*, pendapatan, penerbitan saham baru, dan informasi lainnya) dimasa akan datang sudah tergambarkan pada harga saham saat ini. Pada pasar efisien setengah kuat, *return* tidak normal hanya terdapat pada sekitar tanggal pengumuman informasi sebagai representasi dari adanya respon pasar terhadap informasi tersebut.

3. Efisiensi bentuk kuat (*strong form*).

Hipotesis pasar efisiensi bentuk kuat merupakan kondisi dimana harga saham telah menggambarkan semua informasi yang berkaitan dengan perusahaan mulai dari informasi historis perusahaan sampai dengan semua

informasi yang terpublikasikan maupun tidak terpublikasikan. Pada pasar efisiensi kuat tidak ada investor yang dapat memperoleh return tak normal.

2.2 Kebijakan Dividen

Seperti yang telah dikatakan sebelumnya bahwa dividen merupakan salah satu keuntungan yang diperoleh oleh investor, oleh karena itu informasi mengenai kebijakan dividen memiliki kemungkinan untuk dapat memengaruhi perubahan harga saham suatu perusahaan di pasar karena adanya perbedaan persepsi investor dari informasi yang diterima. Terdapat beberapa teori yang populer mengenai kebijakan dividen perusahaan, antara lain:

a. Signalling Theory / Teori Sinyal

Signalling Theory dikemukakan pada awalnya oleh Bhattacharya (1979). Menurut teori ini, proses pembayaran dividen kepada pemegang saham yang dilakukan oleh perusahaan dapat digunakan sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan dimasa akan datang. Sinyal yang diharapkan diterima oleh pemegang saham adalah bahwa kondisi keuangan perusahaan dalam keadaan sehat dan memiliki prospek yang cerah dimasa akan datang karena mampu membagikan dividen. Teori ini juga berpendapat bahwa pembagian dividen merupakan salah satu upaya untuk mengurangi adanya kesenjangan informasi antara manajemen perusahaan dan pemegang saham, dimana manajemen perusahaan tentunya adalah pihak yang lebih memiliki informasi mengenai perusahaan tersebut. Dengan kata lain, teori ini mengatakan bahwa pemegang saham lebih menyukai jika dilakukan pembayaran dividen dibandingkan

dengan *capital gain* sehingga respon pasar akan menjadi baik mengingat pemegang saham menilai positif hal tersebut.

b. The Bird in The Hand Theory

The Bird in The Hand Theory dikemukakan oleh Lintner (1956). Menurut teori ini karena *capital gain* memiliki tingkat ketidakpastian yang lebih tinggi, maka dividen merupakan keuntungan dari investasi pada pasar saham yang lebih menjanjikan jika dibandingkan dengan *capital gain*. Dari sisi pemegang saham, dividen memiliki tingkat risiko lebih kecil jika dibandingkan dengan *capital gain* karena manajemen perusahaan memiliki kontrol atas kebijakan dividen. Sehingga nilai dari perusahaan tersebut akan semakin tinggi apabila perusahaan membagikan dividen yang semakin tinggi juga.

c. Clientele Theory

Perusahaan memiliki komposisi investor atau pemegang saham yang berbeda-beda, mulai dari investor individu sampai dengan korporasi dan setiap investor memiliki kepentingannya masing-masing. Pada *Clientele Theory*, dijelaskan bahwa setiap pemegang saham dari perusahaan memiliki preferensi keuntungan investasi yang berbeda-beda. Teori ini berhipotesis bahwa investor dapat memiliki dampak langsung pada harga sekuritas ketika adanya perubahan kebijakan dividen, pajak, atau kebijakan lain yang memengaruhi tujuan investasi mereka. Dengan kata lain, individu dapat membeli atau menjual sekuritas jika perubahan kebijakan sejalan atau tidak lagi sejalan dengan tujuan individu. Berdasarkan (Al-Malkawi et al, 2010), Investor akan cenderung memilih perusahaan sesuai dengan kepentingannya dan sebaliknya

perusahaan akan menarik investor berbeda dengan kebijakan dividennya. Sebagai contoh, perusahaan yang berada pada industri dengan pertumbuhan yang tinggi dimana biasanya membagikan dividen dengan jumlah yang rendah atau bahkan tidak sama sekali akan menarik investor yang preferensi keuntungannya pada *capital gain* dan perusahaan yang membagikan dividen dengan jumlah tinggi akan menarik investor dengan preferensi keuntungan dividen.

d. Dividend Irrelevance Hypothesis

Sebelum publikasi makalah milik Miller dan Modigliani (1961) tentang kebijakan dividen, secara umum dipercaya bahwa dengan pembagian dividen yang lebih tinggi maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Setelah memasuki tahun 1960-an, Miller dan Modigliani menunjukkan hal yang berlawanan yaitu berdasarkan asumsi tertentu tentang pasar modal yang sempurna, kebijakan dividen tidak akan relevan. Mengingat dalam pasar sempurna kebijakan dividen tidak memengaruhi harga saham perusahaan atau biaya modal, maka kekayaan pemegang saham tidak tergantung pada keputusan kebijakan dividen dan oleh karena itu tidak ada perbedaan antara dividen dan *capital gain*. Alasan tidak pengaruhnya kebijakan dividen adalah karena yang memengaruhi kekayaan pemegang saham adalah pendapatan perusahaan yang diperoleh akibat keputusan investasi yang dibuat oleh suatu perusahaan, bukan oleh bagaimana perusahaan mendistribusikan pendapatannya tersebut. Dengan kata lain menurut M&M pemegang saham atau investor melakukan penghitungan nilai perusahaan didasari oleh nilai kapitalisasi dari pendapatan dimasa akan

datang, dan tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan itu membayarkan dividennya atau bagaimana perusahaan mengatur kebijakan dividennya.

e. The Tax-Effect Hypothesis

The Tax-Effect Hypothesis menjelaskan bahwa semakin kecil rasio pembayaran dividen suatu perusahaan maka akan semakin rendah biaya modal yang kemudian akan meningkatkan harga saham perusahaan. Dengan kata lain rendahnya rasio pembayaran dividen akan berkontribusi pada meningkatnya nilai perusahaan. Asumsi yang digunakan pada hipotesis ini berbeda dengan penelitian Miller dan Modigliani (1961) karena asumsi yang digunakan oleh M&M pada pasar modal sempurna tidak memperhitungkan adanya kemungkinan efek pajak karena sudah diasumsikan bahwa tidak ada perbedaan penanganan pajak antara *capital gain* dan dividen sedangkan pada keadaan nyata, pajak mungkin memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen suatu perusahaan. Secara umum terdapat perbedaan terhadap penanganan pajak antara *capital gain* dan dividen karena sebagian besar pemegang saham tertarik pada *after-tax return*, pengaruh pajak ini akan mempengaruhi kebutuhannya pada dividen.

Berdasarkan Brigham dan Houston (2016), dividen merupakan keuntungan yang dibagikan kepada investor dimana berasal dari pendapatan bersih perusahaan sesuai dengan proporsi kepemilikan perusahaan yang dimiliki pemegang saham sehingga keputusan kebijakan dividen dari suatu perusahaan perlu dipertimbangkan secara matang karena erat kaitannya dengan profit perusahaan dan persepsi dari pemegang saham. Terdapat beberapa tanggal penting

yang berhubungan dengan pembayaran dividen baik bagi perusahaan maupun pemegang saham, antara lain:

a. Tanggal *Cum-dividend*

Tanggal *Cum-dividend* merupakan batas waktu terakhir bagi investor yang akan membeli saham suatu perusahaan agar memiliki hak dalam pembayaran dividen perusahaan tersebut, jika melewati tanggal *cum-dividend* maka investor tidak berhak dalam pembayaran dividen.

b. Tanggal *Ex-dividend*

Tanggal *Ex-dividend* merupakan satu hari setelah tanggal *cum-dividend*, dimana hari pertama bagi investor yang membeli saham suatu perusahaan tidak berhak dalam pembayaran dividen.

c. Tanggal *Recording-dividend*

Tanggal *Recording-dividend* adalah waktu untuk perusahaan melakukan pencatatan terhadap investor-investor yang memiliki hak dalam pembagian dividen suatu perusahaan.

d. Tanggal *Payment-dividend*

Tanggal *Payment-dividend* merupakan tanggal dimana perusahaan membagikan dividen saham perusahaannya kepada para investor yang memiliki hak pembagian dividen.

2.3 Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa pertama kali diperkenalkan kepada para ahli akuntansi dan keuangan oleh Ball and Brown (1968) dan Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) namun sebelumnya telah banyak penelitian mengenai studi peristiwa ini. Dua penelitian diatas terbilang sukses karena penggunaan *market model* yang dikembangkan setelah model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang baru dikembangkan baru-baru ini. Studi peristiwa atau *Event Study* adalah suatu analisis empiris yang digunakan untuk mengukur pengaruh dari suatu peristiwa terhadap harga saham (pengembalian). Studi peristiwa ini penting karena dapat digunakan untuk mengevaluasi dampak kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan dan sebagai pengujian kandungan informasi dari suatu peristiwa. Jika sebuah peristiwa mengandung informasi, pada umumnya pasar akan memberikan reaksi seperti perubahan harga saham dari perusahaan tersebut. Pengukuran reaksi ini dapat dilakukan dengan melihat adanya *abnormal return* disekitar tanggal peristiwa mengenai kebijakan perusahaan.

Berdasarkan Tandelilin (2010), return tak normal atau *Abnormal return* merupakan selisih (baik positif maupun negatif) dari *return* yang sebenarnya (aktual) pada sekitar tanggal pengumuman peristiwa dengan *return* ekspektasi. Apabila tidak ada peristiwa yang mengandung informasi, *return* aktual cenderung tidak mengalami perbedaan dengan *return* ekspektasi namun jika terdapat suatu peristiwa yang memiliki informasi atau memengaruhi aliran kas perusahaan dimasa akan datang, pasar akan memiliki kecenderungan untuk bereaksi terhadap peristiwa tersebut dan membuat adanya perbedaan antara *return* aktual dan *return*