

**ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN CUM DIVIDEN
(Studi Pada Saham Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index Tahun 2012-2013)¹⁾**

Mohammad Mulfi Na'im

Mahasiswa Program Studi S1 Ekonomi Islam-Fakultas Ekonomi dan Bisnis-Universitas Airlangga
Email: naimmulfi@gmail.com

Leo Herlambang

Departemen Ekonomi Syariah-Fakultas Ekonomi Dan Bisnis-Universitas Airlangga
Email: leo.herlambang@gmail.com

ABSTRACT:

Cash dividends is one of the corporate action that contains information related to the company's performance and signal to investors about the company's prospects. This internal information of the company will affect the investment decisions of investors. The reaction of investors in the market will lead to changes in demand and supply of common stocks around the cum-dividend date. This study aims to determine the reaction of the Islamic capital market as indicated by the change in abnormal return around the cum-dividend date.

This study uses event study approach, carried out on 30 issuers listed on the JII during 2012-2013 who pay cash dividends. The period of observation in this study was for 29 days, starting 14 days before the event date to 14 days after the event date. This study uses one-sample t-test in hypothesis testing.

The results based on the statistical test showed significant variables caar AAR and on some days around cum dividendn date. These results indicate that there is a market reaction around cum dividend.

Keywords : event study, cum dividen, Jakarta Islamic Index, abnormal return

I. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, public authorities, maupun swasta (Husnan, 1994). Pasar modal merupakan sarana untuk melakukan investasi yaitu memungkinkan para pemodal (investor) untuk melakukan diversifikasi investasi, membentuk portofolio sesuai dengan risiko yang bersedia mereka tanggung dengan tingkat pengembalian yang diharapkan.

Kelompok saham syariah menjadi salah satu kelompok saham yang diperdagangkan di pasar modal.

Kelompok saham syariah ini kemudian dimasukkan dalam *Jakarta Islamic Index* yang lebih dikenal dengan JII (Widodo, 2007). Indeks ini diluncurkan oleh Bursa Efek Jakarta bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management pada 3 Juli 2000. Keberadaan kelompok saham-saham syariah dalam *Jakarta Islamic Index* reaktif masih baru, tetapi perkembangan indeks menunjukkan tren positif. Saham JII terdiri atas 30 saham yang dipantau secara berkala dan terus diperbaharui setiap 6 bulan sekali berdasarkan kesesuaian dengan kriteria kinerja dan ketaatan terhadap prinsip-prinsip syariah. Apabila perusahaan penerbit saham tidak lagi memenuhi kriteria dan prinsip-prinsip syariah sebagaimana teruang dalam fatwa

¹⁾Jurnal ini merupakan skripsi dari Mohammad Mulfi Naim, NIM : 041014115.

Dewan Syariah Nasional (DSN) maka kedudukannya akan digantikan oleh saham lain yang memenuhi kriteria syariah. Dibentuknya JII dapat menjadi sarana pengembangan pasar modal syariah sekaligus sebagai benchmark untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham yang berbasis syariah.

Pilihan investor terhadap saham perusahaan yang tergabung dalam kelompok saham syariah juga tidak terlepas dari adanya *return* yang diharapkan. Penilaian atas *return* saham ini dilakukan investor dengan melihat dan menganalisis informasi yang berkaitan secara langsung maupun tidak langsung dengan perusahaan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk persepsi di kalangan investor. Persepsi para investor ini akan berdampak pada perubahan penawaran dan permintaan surat-surat berharga. Beberapa informasi yang terdapat di pasar modal, meliputi penggabungan perusahaan, pengambilalihan, peleburan usaha, pemecahan saham, pembagian dividen tunai, laporan keuangan dan *Corporate Governance Perception Index* (Gantyowati, 2008)

Dividen yang dibagikan perusahaan kepada investor adalah sebuah informasi yang sering digunakan sebagai alat untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Pembagian dividen kas yang dilakukan oleh perusahaan menginformasikan bahwa kinerja dan prospek perusahaan tersebut baik.

Sehingga diharapkan investor akan berpikiran positif terhadap kinerja perusahaan. Reaksi yang muncul atas persepsi ini adalah harga saham akan mengalami kenaikan di sekitar *cum-date* dan *ex-dividen date*. Namun, informasi ini bisa juga diartikan berbeda oleh investor. Pembagian dividen tunai akan mengurangi kas perusahaan. Dampaknya rasio leverage akan meningkat. Hal ini memberikan petunjuk eksplisit bahwa pembagian dividen tunai akan berdampak terhadap pendanaan perusahaan, karena perusahaan mengeluarkan dana kas besar untuk pemegang saham. (Haryanto, 2011).

Penelitian yang menganalisis tingkah laku pasar saham syariah dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) relatif masih sangat sedikit. Sehubungan dengan hal tersebut, maka sangat perlu untuk dilakukannya penelitian lebih lanjut tentang tingkah laku pasar saham syariah. Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini menetapkan obyek yang akan diteliti dikhususkan pada saham-saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII).

Penelitian dimaksudkan untuk menganalisis apakah reaksi yang dapat dilihat melalui *Average Abnormal return* (AAR) dan peningkatan rata-rata pendapatan *abnormal kumulatif* yang diperoleh investor yang dinilai menggunakan *Cumulative Average Abnormal return* (CAAR) yang dihasilkan pada saham JII secara empiris juga

mempunyai keterkaitan dengan pengumuman cum-dividend.

Perumusan Masalah

Dari latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat reaksi pasar saham syariah atas pengumuman *cum dividen* yang ditunjukkan *Average Abnormal return* (AAR)?
2. Apakah terdapat reaksi pasar saham syariah atas pengumuman *cum dividen* yang ditunjukkan *Cumulative Average Abnormal return* (CAAR)?

Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Mengetahui reaksi pasar saham syariah atas pengumuman *cum dividen* yang ditunjukkan variabel *Average Abnormal return* (AAR).
2. Mengetahui reaksi pasar saham syariah atas pengumuman *cum dividen* yang ditunjukkan variabel *Cumulative Average Abnormal return* (CAAR).

II. LANDASAN TEORI

Saham Syariah Dan Jakarta Islamic Index

Secara umum penerapan prinsip syariah dalam pasar modal syariah khususnya pada instrumen saham dilakukan berdasarkan penilaian atas saham yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan (Sutedi, 2011:66-68). Menurut pendapat para ahli fiqih suatu saham dapat dikategorikan sesuai dengan prinsip syariah apabila kegiatan perusahaan penerbit saham tersebut tidak mencakup hal-hal berikut yaitu, alkohol, perjudian, produksi yang bahan bakunya berasal

dari babi, pornografi, jasa keuangan yang bersifat konvensional, dan asuransi yang bersifat konvensional (Ryandono, 2010:260-261)

Kinerja perdagangan saham-saham syariah di Indonesia dapat dilihat melalui *Jakarta Islamic Index* (JII). Indeks ini merupakan gabungan dari saham-saham yang memenuhi kriteria syariah. JII pertama kali diperkenalkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan PT. Danareksa Investment Management pada 3 Juli 2000.

Jakarta Islamic Index terdiri dari 30 saham yang memenuhi kriteria syariah. Keanggotaan saham JII terus dipantau secara berkala berdasarkan kinerja transaksi perdagangan di bursa efek, rasio keuangan dan kepatuhan kinerja perusahaan terhadap prinsip syariah yang diatur dalam fatwa DSN no. 05/DSN-MUI/IV/2000 tentang jual beli saham, fatwa No. 40/DSN-MUI/IX/2003 tentang pasar modal serta Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

Teori Hipotesis Efisiensi Pasar Modal

Fama (1970) dalam Jogiyanto (2003:500-502) mendefinisikan pasar efisien sebagai suatu kondisi pasar sekuritas dimana harga-harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi, yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia. Lebih lanjut Fama membagi bentuk efisiensi pasar modal dalam tiga kategori, yaitu:

1. Efisiensi bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga saham mencerminkan informasi yang terkait dengan harga di masa lalu. Dalam kondisi pasar seperti ini investor tidak bisa mendapatkan *abnormal return*.

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan informasi di masa lalu, namun juga informasi yang dipublikasikan. Salah satu contoh informasi yang dipublikasikan dan mempengaruhi pasar adalah pembagian dividen tunai.

3. Efisiensi bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-arga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.

Dividen

Dividen menurut Ang (1997) dalam Anindita (2010) didefinisikan sebagai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) yang disimpan sebagai cadangan bagi perusahaan. Besarnya jumlah dividen yang dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) akan diputuskan besarnya dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham.

Prosedur Pembayaran Dividen

Prosedur menurut Ang (1997:613, dalam Wibowo dan Melati (2006) terdapat lima tanggal dalam tahap pembagian dividen, yaitu:

a) Tanggal pengumuman

Tanggal pengumuman adalah tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen yang meliputi bentuk, dan besarnya dividen serta jadwal pembayaran yang akan dilakukan.

b) Tanggal *cum-dividen* (*cum-dividend date*)

Cum-dividend date merupakan tanggal hari berakhirnya perdagangan saham yang masih melekat untuk mendapatkan dividennya

c) Tanggal pemisahan dividen (*ex-dividend date*)

Ex-dividend date adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya, Jika pembelian saham terjadi pada tanggal ini atau sesudahnya pembeli tidak dapat mendaftarkan namanya sebagai penerima dividen.

d) Tanggal pencatatan dalam daftar pemegang saham (*Holder of Record Date*)

Holder of Record Date adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima dividen yang akan dibagikan perusahaan.

e) Tanggal pembayaran dividen (*Dividend Payment*)

Perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen pada tanggal ini.

Konsep Preferensi Investor Terhadap Dividen

Pembagian dividen kas pada dasarnya akan berbenturan dengan kepentingan investro dimana terdapat dua kemungkinan dalam preferensi investor terhadap dividen yaitu Investor lebih menyukai perusahaan membagikan dividen kas atau Investor lebih memilih perusahaan menginvestasikan kembali dananya dalam operasional perusahaan dan meningkatkan revenue perusahaan

Lebih lanjut ada 5 konsep mengenai preferensi investor terhadap dividen (Brigham, 2004:555-556):

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Pandangan mengenai teori *dividend irrelevance* dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) (dalam Brigham, 2004:555-556). Dalam pandangannya Modigliani Miller mengungkapkan bahwa kebijakan dividen tidak akan berdampak pada harga saham. Pendapat ini didasarkan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan *income*. Kemudian para pemegang saham dapat menciptakan kebijakan dividen sendiri dengan menjual saham yang dimiliki. Dalam pendapat ini diasumsikan bahwa pajak dan *brokerage costs* tidak ada.

2. *Dividend Signalling Hypothesis*

Petit (dalam Widiastuti, 2012) mengemukakan bahwa pembagian

dividen menjadi sangat penting karena mengandung informasi tentang prospek perusahaan. hal ini bisa dibuktikan dengan adanya pergerakan harga saham pada perusahaan yang membagikan dividen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Kenaikan atau penurunan pembayaran dividen dimaknai oleh investor sebagai informasi prospek keuangan perusahaan di masa mendatang. Al-Makawi dalam Widiastuti, 2012) menemukan bahwa dengan adanya dividen maka perbedaan akses informasi antara investor dan manajemen perusahaan bisa diminimalisir.

3. *Bird-In-hand Theory (Dividends Are Preferred)*

Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan.

4. *Tax Preference Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Litzenberg (dalam Brigham, 2004:555-556) Pandangan ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* dibandingkan dengan dividen, hal ini disebabkan karena pertimbangan pajak yang dikenakan terhadap *capital gain* lebih rendah dibandingkan pajak dari pendapatan *capital gain*.

Kandungan Informasi Pengumuman Cum dividend

Reaksi pasar terhadap suatu informasi disebutkan dalam teori *efficient market hypothesis*. Harga saham akan bereaksi terhadap informasi yang ada, termasuk didalamnya informasi tentang serangkaian pembagian dividen. Informasi tersebut dipercaya akan dapat mempengaruhi harga saham di bursa akibat interaksi investor yang menginginkan keuntungan dari moment pembagian dividen (Saputra & Atmadja, 2006). Sedangkan dalam *hypothesis information content of dividend* menyatakan bahwa pengumuman dividen merupakan refleksi dari perubahan penilaian pihak manajemen terhadap laba perusahaan yang akan datang. Hipotesis ini didukung oleh *signalling theory* yang mengasumsikan bahwa dividen mengandung *signal*. Karena dividen mengandung signal tentang profit di masa yang akan datang (Wibowo dan Indrianto, dalam Haryanto, 2011). Hal ini menunjukkan bahwa dividen digunakan oleh manajer untuk menunjukkan kinerja perusahaan.

Kandungan informasi yang terdapat dalam pembagian dividen secara otomatis melekat pada setiap tahapan-tahapan pembagian dividen, termasuk tanggal *cum dividend*. Harga saham akan berfluktuasi pada saat hari terakhir pencatatan (*cum date*) atau sehari setelahnya pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya. Hal ini terjadi akibat investor

mengantisipasi informasi pengumuman pembagian dividen yang memberikan indikasi positif atau negatif (Komaling, 2013).

Abnormal return

Menurut Jogiyanto (2003:585), *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *actual return* yaitu *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis, dan *expected return* yaitu *return* yang diharapkan akan terjadi di masa datang yang dihitung dengan mengkalikan masing-masing hasil masa depan dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlahkannya.

Studi peristiwa menganalisis *abnormal return* sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa (Jogiyanto, 2003:585). *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* sesungguhnya yang terjadi terhadap *return* normal yang merupakan *expected return* (yang diharapkan) dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan normal dimana tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan demikian, *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya dan *expected return* yang dirumuskan sebagai berikut :

$$AR_t = R_{it} - E[R_{it}]..... (2.4)$$

Keterangan:

AR_{it} : *return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

R_{it} : *actual return* yang terjadi pada sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{it}]$: *expected return* sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

Jogiyanto (2003:590) mengestimasi *abnormal return* menggunakan tiga model berdasarkan *expected return*, yaitu

1. *Mean Adjusted Model*

Model sesuaian rata-rata ini menganggap bahwa *expected return* bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *actual return* sebelumnya selama periode estimasi, persamaan yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* adalah

2. *Market Model*

Perhitungan *expected return* dengan model pasar ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *expected return* di periode jendela.

3. *Market Adjusted Model*

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

Average Abnormal return

Pengujian *abnormal return* bisa dilakukan dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di

periode peristiwa. Rata-rata return tidak normal untuk hari ke- t data dihitung berdasarkan rumus berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_t}{k} \dots\dots\dots (2.8)$$

Keterangan:

AAR_t : rata-rata return tidak normal pada hari ke- t

AR_t : return tidak normal untuk sekuritas ke- i pada hari ke- t

K : jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Cumulative Average Abnormal return

CAAR atau akumulasi rata-rata *abnormal return* merupakan penjumlahan rata-rata *abnormal return* hari sebelumnya dengan rata-rata *annormal return* sesudahnya (Jogiyanto, dalam Anindhita, 2010). Jika terdapat k buah sekuritas, maka *cumulative average abnormal return* (CAAR) dapat dihitung sebagai berikut:

$$CAAR_t = \sum_{a=t.a}^t AAR_a \dots\dots\dots (2.9)$$

Keterangan:

$CAAR_t$: akumulasi rata-rata abnormal return pada hari ke- t

AAR : rata-rata *abnormal return* (*average abnormal return*) pada hari ke- a , yaitu mulai dari awal periode jendela sampai hari ke- t .

Hubungan Pembagian Dividen Tunai Dengan Return Saham

Menurut Winarto (2012) kebijakan deviden sangat penting karena mempengaruhi kesempatan investasi

perusahaan, harga saham, struktur financial, arus pendanaan dan posisi likuiditas perusahaan. Dengan demikian, kebijakan dividen menyediakan informasi mengenai kinerja perusahaan sehingga masing-masing perusahaan menetapkan kebijakan yang berbeda mengenai pembagian dividen.

Dalam teori hipotesis efisiensi pasar, harga saham bereaksi terhadap informasi yang ada termasuk informasi pembagian dividen. Dalam kondisi dimana investor dihadapkan pada ketidakpastian hasil investasi, pembagian dividen dipercaya akan mempengaruhi perilaku harga saham di bursa akibat dari aksi investor yang menginginkan keuntungan dari peristiwa tersebut. Pembagian dividen merupakan isyarat tentang kemampuan perusahaan memberikan laba bersih perusahaan kepada para pemegang saham sesuai dengan besarnya kepemilikan. Kenyataannya pembagian dividen baik turun maupun naik akan diterjemahkan investor sebagai sinyal mengenai kinerja perusahaan. Pembayaran dividen dapat dinyatakan sebagai sinyal bahwa perusahaan menunjukkan kinerja yang baik. Ekspektasi investor akan meningkat sehingga berpengaruh pada peningkatan nilai pasar saham perusahaan. Akhirnya pembagian dividen dapat mempengaruhi harga saham.

Hipotesis

Berdasarkan latar belakang masalah perumusan masalah, dan landasan teori yang telah dipaparkan sebelumnya,

makan dalam penelitian akan dirumuskan beberapa hipotesis. Adapun hipotesis pada penelitian ini yaitu:

H1 : terdapat reaksi pasar saham syariah atas pengumuman *cum dividen* ditunjukkan variabel *Average Abnormal return* yang signifikan.

H2 : terdapat reaksi pasar saham syariah atas pengumuman *cum dividen* yang ditunjukkan variabel *Cumulative Average Abnormal return* yang signifikan

III. METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, dengan teknik analisis studi peristiwa (*event study*). Penelitian ini mencoba melihat reaksi pasar atas pembagian dividen tunai pada saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*. Uji hipotesis dilakukan dengan alat statistik.

Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman *cum dividen*, *average abnormal return*(AAR), *cumulative average abnormal return*(CAAR)

Definisi Operasional

Adapun definisi operasional dalam penelitian ini adalah:

1. *Event* pengumuman *cum dividen*
Peristiwa *cum dividend* merupakan event date dalam *event study* ini. Variabel ini merupakan acuan pengukuran variabel lainnya dimana harga saham dan *return* saat *event date* dijadikan t-0

2. *Average Abnormal return (AAR)*

Average Abnormal return merupakan rata-rata selisih dari pendapatan sesungguhnya dengan pendapatan yang diharapkan. *Average abnormal return* diitung menggunakan rumus:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_t}{k} \dots\dots\dots (2.8)$$

Keterangan:

AAR_t : rata-rata return tidak normal pada hari ke-*t*

AR_t : return tidak normal untuk sekuritas ke-*l* pada hari ke-*t*

K : jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

3. *Cumulative Average Abnormal return (CAAR)*

Cumulative Average Abnormal return adalah jumlah dari rata-rata selisih dari pendapatan sesungguhnya dengan pendapatan yang diharapkan. *Cumulative Average Abnormal return (CAAR)* dihitng dengan persamaan:

$$CAAR_t = \sum_{a=t.a}^t AAR_a \dots\dots\dots (2.9)$$

Keterangan:

CAAR_t : akumulasi rata-rata *abnormal return* pada hari ke-*t*

AAR : rata-rata *abnormal return (average abnormal return)* pada hari ke-*a*, yaitu mulai dari awal periode jendela sampai hari ke-*t*.

Jenis Dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui BEI, ICMD, dan

www.finance.yahoo.com. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Tanggal *cum-date* dividen tunai perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* selama periode 2012-2013
2. Harga penutupan saham harian untuk masing-masing saham selama periode penelitian
3. Indeks harga *Jakarta Islamic Index* selama periode penelitian

Sampel Dan Populasi

Populasi yang menjadi subyek penelitian dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam JII selama periode 2012-2013, yang membagikan dividen tunai. Seluruh subyek penelitian ini adalah seluruh populasi yang dimaksud, maka dalam penelitian ini digunakan teknik *sampling sensus*. Adapun kriteria subyek penelitian yang ditetapkan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan terbuka yang listing di BEI dan terdaftar di *Jakarta Islamic Index* selama periode 2012-2013
2. Melakukan pembagian dividen tunai selama periode 2012-2013
3. Tidak terdapat *corporate action* lain selama periode uji, seperti *stock split, right issue, stock dividend, right issue* untuk menghindari bias karena informasi lain.
4. Saham perusahaan sampel adalah saham yang aktif diperdagangkan di pasar saham.
5. Data yang dibutuhkan untuk penelitian ini tersedia dengan jelas.

Teknik Analisis

1. Menghitung pendapatan *Abnormal return* (AR)
2. Menghitung *Average Abnormal return* (AAR)
3. Menghitung *Cumulative Average Abnormal return* (CAAR)
4. Melakukan uji Hipotesis dengan metode one sample t-test untuk data *Average Abnormal return* (AAR) harian selama periode pengamatan.
5. Melakukan uji Hipotesis dengan metode one sample t-test untuk data *Cumulative Average Abnormal return* (CAAR) harian selama periode pengamatan

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Model dan Pengujian Hipotesis

Hasil penghitungan statistik terhadap *Average Abnormal return* (AAR) diperoleh dengan alat bantu uji program SPSS ver.20, diperoleh hasil output one sample t-test pada AAR disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1.
Tabel Hasil Uji Statistik AAR

Event Period	AAR	Test value=0		Keterangan
		Sig. (2-tailed)	T	
t-14	0,00611	0,148	1,464	H0 Diterima
t-13	-0,00558	0,048	-2,011	H0 Ditolak
t-12	-0,00472	0,074	-1,813	H0 Diterima
t-11	-0,00089	0,713	-0,369	H0 Diterima
t-10	0,00167	0,591	0,539	H0 Diterima
t-9	-0,00223	0,436	-0,784	H0 Diterima
t-8	-0,00123	0,715	-0,366	H0 Diterima
t-7	-0,00329	0,334	-0,973	H0 Diterima

t-6	-0,00031	0,910	-0,113	H0 Diterima
t-5	0,00621	0,026	2,279	H0 Ditolak
t-4	-0,00198	0,404	-0,840	H0 Diterima
t-3	-0,00337	0,148	-1,465	H0 Diterima
t-2	0,00393	0,064	1,885	H0 Diterima
t-1	0,00027	0,910	0,114	H0 Diterima
t-0	-0,00087	0,728	-0,349	H0 Diterima
t+1	-0,01206	0,001	-3,507	H0 Ditolak
t+2	-0,00729	0,018	-2,426	H0 Ditolak
t+3	-0,00629	0,104	-1,646	H0 Diterima
t+4	0,00099	0,786	0,273	H0 Diterima
t+5	0,00018	0,946	0,068	H0 Diterima
t+6	-0,00073	0,766	-0,298	H0 Diterima
t+7	-0,00125	0,578	-0,559	H0 Diterima
t+8	-0,00236	0,415	-0,821	H0 Diterima
t+9	0,00388	0,250	1,160	H0 Diterima
t+10	-0,00489	0,084	-1,752	H0 Diterima
t+11	0,00028	0,915	0,108	H0 Diterima
t+12	-0,00211	0,418	-0,816	H0 Diterima
t+13	0,00175	0,563	0,582	H0 Diterima
t+14	0,00133	0,622	0,496	H0 Diterima

Sumber: Data diolah

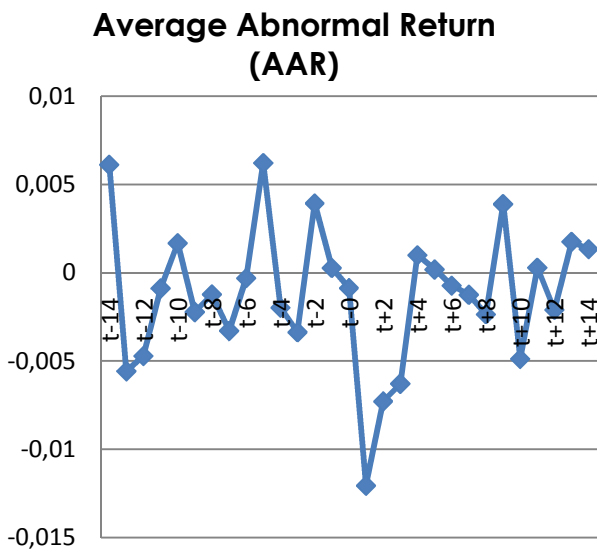
Tabel 1 menunjukkan beberapa hasil berikut:

1. AAR yang bernilai positif terjadi pada t-14, t-10, t-5, t-2, t-1, t+4, t+5, t+9, t+11, t+13 dan t+14.
2. AAR yang bernilai negatif terjadi pada t-13, t-12, t-11, t-9, t-8, t-7, t-6, t-4, t-3, t-0, t+1, t+2, t+3, t+6, t+7, t+8, t+10, t+12, t+15. AAR yang sebagian besar negatif menunjukkan bahwa rata-rata pendapatan sebenarnya lebih kecil dibandingkan pendapatan yang diharapkan selama periode pengamatan.
3. AAR yang signifikan diperoleh pada periode pengujian 4 hari, yaitu pada t-13, t-5, t+1, dan t+2. Hal ini

menunjukkan reaksi pasar atas pengumuman *cum dividend*.

4. Beberapa hasil AAR yang tidak signifikan dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* tidak melebihi biaya yang harus ditanggung investor untuk melakukan transaksi.

Hasil dari tabel 1 disajikan dalam grafik berikut:



Sumber: Data Diolah

Gambar 1.
Grafik AAR

Pada gambar 1 dapat dilihat pergerakan rata-rata *abnormal return* seluruh emiten cenderung fluktuatif dengan dengan perbedaan yang bervariasi. Selama 29 hari periode pengamatan, AAR dengan nilai positif terjadi pada 11 hari tidak berurutan. Sedangkan 17 hari pengamatan lain menunjukkan AAR negatif. Dari grafik diatas maka dapat dilihat bahwa sebagian besar actual return saham lebih kecil dibandingkan expected return saham.

Jika ditinjau lebih detail reaksi pasar berdasarkan data *average abnormal return* (AAR), data yang signifikan diperoleh pada periode pengujian 4 hari, yaitu pada t-13, t-5, t+1, dan t+2. AAR positif signifikan hanya terjadi pada t-5 yang menunjukkan indikasi adanya kebocoran informasi yang hanya diterima oleh investor tertentu. Dapat dilihat bahwa AAR yang signifikan menunjukkan adanya reaksi pasar atas informasi *cum dividend*.

Penghitungan statistik terhadap Cumulative Average Abnormal return (CAAR) diperoleh hasil output one sample t-test disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 2.
Tabel Hasil Uji Statistik CAAR

Event Period	CAAR	Test value=0		Keterangan
		Sig. (2-tailed)	T	
t-14	0,006113	0,148	1,464	H0 Diterima
t-13	0,000535	0,910	0,114	H0 Diterima
t-12	-0,004181	0,449	-0,761	H0 Diterima
t-11	-0,005068	0,379	-0,886	H0 Diterima
t-10	-0,003398	0,593	-0,537	H0 Diterima
t-9	-0,005627	0,443	-0,771	H0 Diterima
t-8	-0,006857	0,405	-0,838	H0 Diterima
t-7	-0,010150	0,274	-1,102	H0 Diterima
t-6	-0,010460	0,248	-1,166	H0 Diterima
t-5	-0,004252	0,640	-0,470	H0 Diterima
t-4	-0,006232	0,518	-0,649	H0 Diterima
t-3	-0,009605	0,319	-1,004	H0 Diterima
t-2	-0,005678	0,528	-0,635	H0 Diterima
t-1	-0,005412	0,562	-0,583	H0 Diterima
t-0	-0,006284	0,524	-0,640	H0 Diterima
t+1	-0,018342	0,079	-1,781	H0 Diterima
t+2	-0,025630	0,018	-2,430	H0 Ditolak
t+3	-0,031918	0,010	-2,665	H0 Ditolak
t+4	-0,030924	0,015	-2,493	H0 Ditolak
t+5	-0,030743	0,018	-2,434	H0 Ditolak
t+6	-0,031471	0,019	-2,404	H0 Ditolak

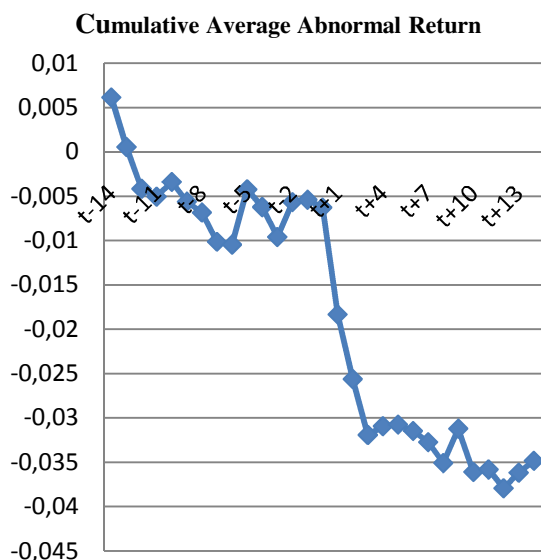
t+7	-0,032723	0,014	-2,516	H0 Ditolak
t+8	-0,035086	0,008	-2,722	H0 Ditolak
t+9	-0,031203	0,028	-2,251	H0 Ditolak
t+10	-0,036089	0,010	-2,645	H0 Ditolak
t+11	-0,035809	0,011	-2,607	H0 Ditolak
t+12	-0,037917	0,009	-2,672	H0 Ditolak
t+13	-0,036164	0,013	-2,561	H0 Ditolak
t+14	-0,034829	0,018	-2,420	H0 Ditolak

Sumber: Data diolah

Pada tabel 2 menunjukkan hasil berikut:

1. CAAR hanya positif pada saat t-13 dan t-14
2. Nilai CAAR yang bernilai negatif sejak t-12 hingga t+14 menunjukkan kemungkinan bahwa *cum dividen* kas merespon negatif oleh investor.
3. Nilai CAAR sejak t+2 hingga t+14 yang menunjukkan nilai negatif signifikan menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar atas informasi *cum dividend*.

Tabel 2 disajikan dalam grafik sebagai berikut:



Sumber: Data Diolah

Gambar 2.
Grafik CAAR

Gambar 2 menunjukkan pergerakan rata-rata *abnormal return* secara kumulatif

selama periode pengamatan. Dari grafik tersebut dapat terlihat bahwa secara kumulatif tingkat pengembalian saham-saham menurun dari t-14 hingga t+14. Pergerakan CAAR dalam grafik cukup fluktuatif namun secara keseluruhan grafik menunjukkan tren negatif atau menurun. Namun mulai periode t-12 hingga t+14 grafik menunjukkan nilai negatif. Nilai CAAR pada saat sebelum *cum dividen* tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini dapat diartikan bahwa penurunan harga saham sampai t-0 yang tercermin dari nilai CAAR negatif tidak akan merugikan investor secara signifikan. Apabila terjadi kerugian maka kerugian yang dialami investor tidak akan terlalu berpengaruh atau sebaliknya apabila memperoleh keuntungan tidak akan mempengaruhi kekayaan investor secara signifikan. Penurunan nilai CAAR cukup besar terjadi pada periode pasca t-0. Penurunan nilai CAAR ini menunjukkan bahwa selama periode tersebut harga saham cenderung turun. Selain itu dilihat dari nilai signifikannya CAAR selama periode t+2 hingga t+14 maka penurunan harga saham yang terjadi menyebabkan penurunan *return* sehingga akan berpengaruh pada kekayaan pemegang saham secara signifikan.

Pembahasan

Informasi mengenai *cum dividen* adalah bagian dari rangkaian pembagian dividen kas yang dilakukan perusahaan. Informasi mengenai *cum dividen* sendiri merupakan informasi yang sifatnya strategis dilihat dari sisi tanggal kejadian

dimana *cum dividen* adalah hari terakhir bagi siapapun pemegang saham yang tercatat berhak untuk menerima dividen.

Pengujian reaksi pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman dapat diukur menggunakan *abnormal return*. Hasil olah data *abnormal return* dan pengujian hipotesis menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar di sekitar *event date*. Hasil *abnormal return* selama 29 hari yang terlihat dari AAR dan CAAR yang sebagian besar menunjukkan angka negatif menunjukkan indikasi bahwa investor menanggapi informasi ini secara biasa, bahkan kemungkinan ditanggapi secara negatif.

Hasil diatas menunjukkan bahwa perilaku investor terhadap pengumuman dividen cenderung sesuai dengan *tax preference theory* dimana investor tidak menyukai pembagian dividen tunai. Hal ini dikarenakan adanya beban pajak yang cukup besar dari dividen yang dibagikan tersebut. Selain itu ada anggapan bahwa kebijakan dividen dapat menyebabkan perusahaan rugi karena pendanaan operasional perusahaan akan berkurang karena sebagian kas dibagikan kepada pemegang saham

Jika didasarkan pada teori *dividend signalling hypothesis*, reaksi pasar saat *cum dividend* tidak terlepas dari kandungan informasi pembagian dividen itu sendiri. Peningkatan atau penurunan dividen menjadi sinyal tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pembayaran dividen yang lebih tinggi dari

tahun sebelumnya akan berdampak terhadap persepsi investor. Investor beranggapan bahwa dengan peningkatan jumlah dividen yang dibagikan adalah sinyal bahwa perusahaan mengalami peningkatan pendapatan dan aliran kas. Sehingga reaksi positif pasar kemungkinan disebabkan karena adanya kenaikan jumlah dividen yang dibayarkan, dan reaksi negatif pasar disebabkan oleh penurunan jumlah dividen yang dibayarkan.

Pembagian dividen juga dapat mememicu reaksi negatif. Ada indikasi bahwa investor menganggap pembagian dividen berdampak buruk bagi perusahaan. Pembagian dividen kepada pemegang saham menyebabkan posisi kas suatu perusahaan akan berkurang. Hal ini juga menyebabkan *leverage* (rasio antara hutang terhadap ekuitas) akan semakin besar. Hal ini memberikan petunjuk eksplisit bahwa pembagian dividen akan berdampak terhadap pendanaan perusahaan, karena perusahaan mengeluarkan dana kas besar untuk pemegang saham. Apabila pembayaran dividen semakin besar, secara keseluruhan posisi modal akan menurun, hal ini terlihat dari munculnya hubungan yang berbanding terbalik antara dividen dengan modal sendiri. Semakin besar dividen yang dibagikan akan mengurangi besarnya laba ditahan, sehingga posisi modal perusahaan akan turun.

Asumsi lain yang mungkin mempengaruhi reaksi pasar atas pengumuman *cum dividen* di pasar modal syariah ini adalah, pertama, bahwa ada kemungkinan *dividen* bukan menjadi preferensi utama investor. Investor tentu akan lebih mempertimbangkan return yang lebih besar antara *dividen* yang dibagikan oleh perusahaan dengan *capital gain* yang diperoleh investor dengan memperdagangkan saham di bursa. Maka informasi *cum dividen* ditanggapi biasa saja kemungkinan karena perbandingan return yang diperoleh antara *dividen* dan *capital gain*. Kedua, investor mempertimbangkan kondisi ekonomi makro, baik nasional, regional maupun kondisi ekonomi internasional. Ada kemungkinan bahwa kondisi pasar maupun perekonomian pada saat periode penelitian sedang turun. Adanya reaksi pasar negatif kemungkinan bukan hanya dipengaruhi oleh informasi *cum dividen* saja, namun informasi lain terkait eksternal dan internal perusahaan. Informasi internal tersebut seperti isu ketenagakerjaan, perubahan direksi, pengumuman investasi, laporan keuangan perusahaan dan lainnya. kemudian informasi eksternal yaitu informasi tentang perubahan suku bunga, perubahan regulasi, gejolak politik dan fluktuasi nilai tukar serta isu lain dari dalam negeri maupun luar negeri.

V. SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan mengenai analisis reaksi pasar terhadap

pengumuman *cum dividen* pada perusahaan yang terdaftar di JII maka simpulan yang dapat diambil adalah:

1. AAR yang signifikan diperoleh pada periode pengujian 4 hari, yaitu pada $t-13$, $t-5$, $t+1$, dan $t+2$. Hasil diatas menunjukkan bahwa adanya reaksi pasar yang ditunjukkan oleh AAR signifikan di sekitar tanggal pengumuman *cum dividen*.
2. CAAR yang bernilai negatif signifikan sejak $t+2$ hingga $t+14$ menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar atas pengumuman *cum dividen* yang direspon negatif oleh investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, Mustaq. 2001. *Etika Bisnis Dalam Perekonomian Islam*. Cetakan pertama. Jakarta Timur: Pustaka Al-Kausar.
- Anindhita, Galih. 2010. *Analisa reaksi pasar atas pengumuman pembagian dividen sebelum dan sesudah ex dividen date (studi kasus pada kelompok cash dividen final Naik dan turun pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2004-2006)*. Skripsi tidak dipublikasikan. 2010. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
- Brigham, Eugene F. & Phillip R. Daves. 2004. *Intermediate Financial Management* 8th ed. Ohio: Cengage Learning.
- Ekawati, Etik. 2012. *Reaksi Pasar Saham di Sekitar Tanggal Pengumuman Dividen Kas & Dividen Saham di*

- Bursa Efek Indonesia 2001-2006*. Skripsi tidak dipublikasikan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
- Gantowati, Evi & Yayuk Sulistyani. 2008. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Pada Perusahaan Yang Masuk *Corporate Governance Perception Index*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.10, (3):161-171
- Haryanto, Sugeng. 2011. Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Dividen Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*. Vol.10, (2):213-220
- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jogiyanto, Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE
- Jones, Charles P. 2004. *Investmen: Analysis And Management*. 9th Edition. New York: John Wiley & Sons. Inc.
- Kurniawati, Indah. 2003. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap *Abnormal return*: Pengujian *Signalling Hypothesis* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi & Manajemen* Edisi Agustus: 1-11
- Neysa Merida. 2011. *Reaksi Pasar Saham Terhadap Pengumuman Dividen Pada Perusahaan Yang Menerapkan Kebijakan Dividen Stabil Rendah Sedang Dan Tinggi*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2014. *Statistik Pasar Modal: Januari 2014*. (diakses melalui <http://www.bapepam.go.id>, pada 6 Juli 2014)
- Rivai, Veithzal. 2010. *Islamic Financial Management: Teori, Konsep dan Aplikasi*. Cetakan pertama. Bogor: Ghalia Indonesia
- Ryandono, Muhamad Nafik H. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta: Serambi.
- Sielvia, Azizah Ayu. 2009. Pengaruh Dividen Inisiasi dan Dividen Omisi Terhadap Return Saham di Bursa Eefek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 13 (2) : 113-128
- Siaputra, Lani & Adwin Surja Atmadja. 2006. Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 8 (1) : 71-77
- Sunardi, Haryono.2010. Pengaruh Penilaian Kinerja Dengan ROI Dan EVA Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Yang Terabung Dalam Indeks LQ45 Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal akuntansi*, I (1):70-92
- Sularso, Andi. Pengaruh PEngumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga (*return*) Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa

- Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5, (1):1-17
- Sunariyah. 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP Akademi Manajemen Perusahaan YKPN
- _____. 2011. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN
- Sumantoro.1990. *Pengantar Tentang Pasar Modal Di Indonesia*. Jakarta: Ghalia Indonesia
- Sutedi, Adrian. 2011. *Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Sinar Grafika
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: PT.BPFE.
- Wibowo & Melati Adorini. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga (*return*) Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 1, (2):73-90
- Widodo, Saniman. 2007. *Analisis pengaruh rasio aktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio pasar terhadap return saham syariah dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2003-2005*. Tesis tidak diterbitkan. Semarang Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Winarto, Jacinta. 2012. Dampak pengumuman pembagian dividen terhadap harga saham, return saham dan volume perdagangan saham pada industri telekomunikasi. *Jurnal Ekonomi*, Vol.21 (1) : 21-28
- Zainfree, Golda. 2005. *Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai di Bursa Efek Jakarta*. Tesis tidak Diterbitkan. Semarang: Pascasarjana Universitas Diponegoro
- Zadjuli, H.A. 2006. *Kaidah-Kaidah Fikih*. Jakarta:Kencana
- Zahra, Vita F. 2014. *Reaksi Atas Penerbitan Sukuk Studi Pada Emiten Saham Penerbit Sukuk Periode 2008-2012*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.