

ANALISA PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEND TERHADAP REAKSI PASAR BERDASARKAN *DIVIDEND SIGNALING THEORY*

Ignatius Adrian Mastan¹⁾

1) DIII Manajemen Informatika, STIKOM Surabaya, email: ignatius@stikom.edu

Abstract: Dividend policy changes in the amount of dividend (increase / decrease) does not distribute dividends or have any impact on market reaction. The dividend policy also has a positive signal and negative signal. If a company that usually each period is always distribute a dividend to shareholders and suddenly in the current period does not distribute dividends, or an increase or decrease the value of dividends it will cause a signal. Signal can be interpreted positively or negatively. This study will examine the banking sector in Indonesia which distribute dividends in 2004, to determine the market reaction to dividend policy adopted by the company. And from the survey results revealed that there was no market reaction caused by the presence of dividend policy by firms in the banking sector in Indonesia.

Keywords: *Dividend, Dividend policy, Dividend signaling theory*

Pada saat investor akan menanamkan modalnya di suatu perusahaan, pasti akan melihat dari kondisi perusahaan yang akan diinvestasikan. Investor dapat melihat dari laporan keuangan perusahaan, serta dari informasi EPS (*earning per share*) ataupun EVA (*economic value added*) dari suatu perusahaan. Informasi lain yang dapat digunakan oleh investor adalah mengenai kebijakan dividen. Kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan akan mempengaruhi keputusan investor dalam menginvestasikan dananya di sebuah perusahaan.

Kebijakan dividen berupa perubahan besarnya dividen yang dibagikan (peningkatan/ penurunan) ataupun tidak membagikan dividen mempunyai dampak terhadap reaksi pasar. Kebijakan dividen tersebut juga mempunyai signal positif dan signal negatif. Apabila sebuah perusahaan yang biasanya setiap periode selalu

membagikan dividen kepada shareholders dan tiba-tiba pada periode saat ini tidak membagikan dividen, ataupun terjadi kenaikan atau penurunan nilai dividen maka akan menimbulkan suatu signal. Signal tersebut dapat diinterpretasikan positif atau negatif.

Reaksi pasar (positif / negatif) tersebut dapat dilihat dari harga saham perusahaan akibat kebijakan dividen yang diambil. Reaksi pasar tersebut dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar.

Dengan adanya penelitian ini diharapkan dapat membantu investor untuk mempertimbangkan pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang diambil oleh sebuah

perusahaan. Selain itu penelitian ini bertujuan untuk menguji kesesuaian antara *Dividen Signaling Theory* dengan keadaan pasar yang ada di Indonesia.

LANDASAN TEORI

1. Kebijakan Dividen

Di dalam perusahaan, manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih (laba) setelah pajak, yaitu laba tersebut akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan atau 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.

Bila manajer menggunakan laba tersebut untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan, hal ini akan menimbulkan kerugian bagi perusahaan selanjutnya nilai perusahaan akan turun dan kinerja perusahaan menjadi semakin memburuk. Oleh karena itu banyak perusahaan yang memilih untuk menggunakan laba bersih perusahaan untuk dibayarkan sebagai dividen sehingga penurunan nilai perusahaan melalui investasi yang tidak menguntungkan yang dilakukan manajer dapat dihindari.

Selain itu pembayaran dividen dapat ditingkatkan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana di pasar modal sehingga nantinya kinerja perusahaan akan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini akan membuat manajer meningkatkan kinerjanya. Peningkatan dividen juga memenuhi keinginan investor yang lebih menyukai pembagian dividen.

Menurut Atmaja (2001:22), dalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen

dalam menentukan kebijakan dividen di antaranya adalah: perjanjian utang, pembatasan saham preferen, fluktuasi laba, pengendalian, ketidakcukupan laba, ketersediaan kas, kebutuhan dana untuk berinvestasi. Investor di pasar modal membutuhkan berbagai informasi tentang baik tidaknya suatu perusahaan untuk melakukan investasi. Salah satu informasi yang diperlukan adalah informasi pengumuman perubahan dividen. Pengumuman perubahan dividen dapat menjadi dasar bagi investor untuk menentukan *the firms earnings* dan *the expected future earnings* (Miller dan Rock, 1985:12). Petit (1972:60) menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen sering ditafsirkan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya prospek dan kinerja di masa mendatang.

Hal ini dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen dapat memberikan suatu sinyal bagi perusahaan. Ada beberapa teori yang dapat digunakan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen sebagai suatu sinyal. Dalam penelitian ini akan digunakan *dividend signaling theory* sebagai dasar menganalisis kandungan informasi atau sinyal yang terdapat dalam pengumuman dividen. Sinyal perubahan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham.

Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan *return* saham sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Dalam penelitiannya, Pettit (1972:80) melakukan uji pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di sekitar tanggal pengumuman dividen. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa harga saham menyesuaikan secara cepat terhadap pengumuman dividen. Secara keseluruhan hasil penelitian menyimpulkan bahwa pengumuman dividen merupakan informasi yang substansial bagi investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Sudjoko (1999:86), penelitian ini menguji kandungan informasi dividen dan menguji efisiensi pasar di BEJ. Sudjoko menggunakan sampel 150 perusahaan dan membaginya ke dalam 4 kelompok, yaitu perusahaan yang mengalami kenaikan dividen, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen secara konsisten, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dan perusahaan yang bertumbuh, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dan perusahaan yang tidak bertumbuh. Pada hasil akhir didapatkan bahwa pengumuman dividen membawa reaksi positif ke pasar. Hal ini berarti investor di BEI menggunakan informasi pengumuman dividen sebagai alat untuk mengambil keputusan.

2. Dividend Signaling Theory

Dividend signaling theory pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979:78). *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.

Menurut Ross (1977:88) 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).

Jika manajemen memang memutuskan untuk membagi dividen, ia harus memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki profitabilitas yang baik di masa mendatang. Oleh karena itu, manajer akan bekerja keras demi meningkatkan laba perusahaan untuk menarik investor supaya berinvestasi di perusahaannya. Dari sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa mendatang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan.

Indikator ini sangat berguna untuk mengetahui sejauh mana investasi yang akan dilakukan investor di suatu perusahaan mampu memberikan return yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan investor. Jika suatu perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Dengan membagi dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena mereka melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang disyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan. Dengan kata lain profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini digunakan data sekunder yang diambil dari bursa efek Indonesia dan sumber-sumber lain yang terkait dengan penelitian.

Pengambilan sampel dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI dan melakukan pembayaran dividen tahun 2004.
2. Perusahaan tersebut memiliki data tanggal pengumuman dividen, data return saham harian dan data IHSG harian.

Kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan akan menimbulkan reaksi pasar. Hal tersebut berkenaan dengan reaksi pasar yang menanggapi kebijakan-kebijakan perusahaan terutama berkaitan dengan kebijakan dividen, sehingga dengan demikian reaksi tersebut dapat diuji dengan *Dividend Signaling Theory*. Apakah kebijakan dividen tersebut memiliki dampak terhadap reaksi pasar, sehingga dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

Ho : Pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar

H1 : Pengumuman dividen berpengaruh terhadap reaksi pasar

Pada penelitian ini akan menggunakan *event study*. *Event study* ini digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Jika suatu pengumuman mengandung informasi, diharapkan pasar segera bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Reaksi pasar ditunjukkan dengan munculnya *abnormal return* di sekitar hari-hari pengumuman.

Reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen dapat diketahui dari *abnormal return* yang muncul. *Abnormal return* adalah selisih dari return yang sebenarnya dengan return yang diharapkan. Langkah-langkah perhitungan *abnormal return* (AR) dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Menentukan tanggal pengumuman dividen setiap perusahaan sample. Tanggal itu dijadikan sebagai *event date* (hari ke-0). Berdasarkan tanggal tersebut ditetapkan *event window* yaitu 5 hari sebelum dan setelah *event date*. *Event window* ini sering disebut sebagai periode peristiwa atau periode pengamatan. Jadi pengamatan dilakukan selama 11 hari. Selanjutnya mengumpulkan harga saham harian dan IHSG harian selama periode penelitian yaitu tahun 2004.

2. Menghitung return realisasi saham individual (Rit) selama periode peristiwa. Return realisasi didapat dari BEI. Return realisasi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan :

Pit adalah harga saham ke i hari ke t

Pi_{t-1} adalah harga saham ke i hari ke t-1

3. Menghitung return indeks pasar saham (Rmt) selama periode pengamatan.

Return indeks pasar saham dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan :

IHSG_t adalah indeks pasar hari ke t

IHSG_{t-1} adalah indeks pasar hari ke t-1

4. Menghitung *abnormal return* (AR) dengan *market adjusted model*. AR dihitung dengan selisih antara

return realisasi dengan return ekspektasi dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan :

AR_{it} adalah abnormal return saham ke i pada hari ke t

R_{it} adalah return realisasi saham ke i pada hari ke t

R_{mt} adalah return pasar saham ke i pada hari ke t

Teknik Analisis Data

Langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian statistik terhadap abnormal return guna melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa.

1. Menghitung Average Abnormal Return (AAR) selama periode peristiwa dengan rumus sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan :

AAR_t adalah rata-rata abnormal return pada hari ke t

AR_{it} adalah abnormal return saham ke i pada hari ke t

N adalah jumlah saham yang terpengaruh oleh pengumuman dividen

2. Setelah *Average Abnormal Return* (AAR) diperoleh, selanjutnya dilakukan uji statistik (t-test) untuk melihat signifikansi AAR tersebut. T hitung diperoleh dengan rumus $t = \hat{a} / \text{kesalahan standar estimasi}$. \hat{a} adalah parameter yang akan diuji signifikansinya, dalam hal ini yaitu *average abnormal return* (AAR)
3. Menghitung kesalahan standart estimasi (KSE) secara agregat untuk semua sekuritas (*cross section*) di setiap harinya di periode peristiwa. Cara ini hanya membutuhkan periode peristiwa dan tidak membutuhkan periode estimasi. Rumus KSE adalah sebagai berikut :

$$KSE_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N [AR_{it} - AAR_t]^2}{N-1}} \times \frac{1}{\sqrt{N}} \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan :

KSE_t adalah kesalahan standart estimasi untuk hari ke t di periode peristiwa.

AR_{it} adalah abnormal return sekuritas ke i untuk hari ke t di periode peristiwa.

AAR_t adalah Rata-rata abnormal return sekuritas hari ke t di periode peristiwa

N adalah jumlah sekuritas.

ANALISA DATA

Penelitian ini mengambil data untuk perusahaan perbankan yang telah Go Public di Indonesia. Pengambilan data dilakukan dengan mengambil data perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia melalui www.idx.co.id Data yang diambil adalah untuk perusahaan yang telah mengeluarkan dividen pada tahun 2004.

Tabel 1. Daftar Perusahaan Perbankan Go Public yang mengeluarkan dividen tahun 2004

Kode	Nama Emiten	Dividen Per Share (Th. 2004)
BABP	Bank Bumiputera Indonesia	4
BBCA	Bank Central Asia	80
BBNI	Bank Negara Indonesia	153
BBRI	Bank Rakyat Indonesia	153
BMRI	Bank Mandiri	70
BNGA	Bank Niaga	17
BSWD	Bank Swadesi	11
MEGA	Bank Mega	136
PNBN	Bank Pan Indonesia	8

Penelitian ini menggunakan *event study* dan menentukan tanggal pengumuman dividen setiap perusahaan perbankan yang membagikan dividen pada tahun 2004. Tanggal itu dijadikan sebagai *event date* (hari ke-0). Berdasarkan tanggal tersebut ditetapkan *event window* yaitu 5 hari sebelum dan setelah *event date*. *Event window* ini sering disebut sebagai periode peristiwa atau periode pengamatan. Jadi pengamatan dilakukan selama 11 hari. Selanjutnya mengumpulkan harga saham harian dan IHSB harian selama periode penelitian 2004.

Tabel 2. Daftar Event Window Per Emiten

Kode	Nama Emiten	Tanggal Pengeluaran Dividen (Event Date)	Event Window	
			Awal	Akhir
BABP	Bank Bumiputera Indonesia	07 Juni 2004	27 Mei 2004	14 Juni 2004
BBCA	Bank Central Asia	01 Juli 2004	23 Juni 2004	08 Juli 2004
BBNI	Bank Negara Indonesia	02 Juli 2004	24 Juni 2004	09 Juli 2004
BBRI	Bank Rakyat Indonesia	07 Juli 2004	29 Juni 2004	14 Juli 2004
BMRI	Bank Mandiri	17 Desember 2004	09 Desember 2004	27 Desember 2004
BNGA	Bank Niaga	14 Juli 2004	06 Juli 2004	21 Juli 2004
BSWD	Bank Swadesi	19 Juli 2004	09 Juli 2004	26 Juli 2004
MEGA	Bank Mega	14 April 2004	02 April 2004	21 April 2004
PNBN	Bank Pan Indonesia	22 Juni 2004	14 Juni 2004	29 Juni 2004

Untuk mengetahui apakah kebijakan dividen mempengaruhi reaksi pasar, maka akan menggunakan pengujian t test. Penghitungan pengujian t test dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 3. Tabel Penghitungan AAR

Hari ke t	AAR	t hitung
-5	0,034724	0,96420108
-4	-0,01215	-1,4740062
-3	0,006917	0,73338185
-2	-0,00442	-0,8260933
-1	0,010789	0,88281708
0	0,027045	2,539035 *
1	0,000454	0,03874209
2	-0,01335	-1,1058279
3	0,008423	1,6202638
4	-0,0057	-1,0336598
5	-0,03105	-1,028965

Keterangan : * = signifikansi pada $\alpha = 5\%$
T hitung > t table (2,306) *

SIMPULAN

Berdasarkan pada analisis terhadap 9 perusahaan sektor perbankan yang membagikan dividen pada tahun 2004 serta perhitungan statistik menggunakan uji t, dengan hasil t hitung pada saat pembagian dividen (t=0) adalah 2,539035 dan t tabel dengan signifikansi $\alpha=5\%$ adalah 2,306. Maka H1 diterima sehingga diketahui bahwa ada pengaruh antara pembagian dividen dengan reaksi pasar. Dengan demikian ditemukan pengaruh kebijakan pemberian dividen (dari sektor perbankan) terhadap reaksi pasar (yang direpresentasikan lewat Indeks Harga Saham Gabungan). Dalam hal ini, mendukung teori *Dividen Signaling Theory* yang mengatakan bahwa dengan adanya kebijakan pembagian dividen akan berpengaruh atau memberikan sinyal positif terhadap reaksi pasar. Sinyal positif yang diterima oleh pasar adalah dengan adanya pembagian dividen maka mencerminkan prospek cerah perusahaan di masa yang akan datang.

RUJUKAN

- Atmaja, Lukas, 2001, "*Manajemen Keuangan*", Edisi Revisi, Jakarta : Andi Offset.
- Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell", *Journal of Economics*, 10, pp 259-270.
- Miller, M. H., and Rock, K., 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance* 40 (September), pp 1031-1051.
- Pettit, R., 1972, "Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance*, pp 993-1007.
- Pramastuti, Suluh, 2007, "Analisis Kebijakan Dividen : Pengujian *Dividend Signaling Theory* dan *Rent Extraction Hypothesis*", Yogyakarta : Universitas Gadjah Mada.
- Sudjoko, 1999, "Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar : Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta", *Thesis*, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada.