

Yogyakarta, 14 September 2020

No : 020/A.3-VI/MABIS/VIII/2020  
Lampiran : -  
Perihal : Surat Penerimaan Naskah Publikasi Jurnal

Kepada Yth:

1. Ikka Tiara Haryanto
2. Werner Ria Murhadi

Di Tempat.

Terimakasih telah mengirimkan artikel ilmiah untuk diterbitkan pada Jurnal Manajemen Bisnis dengan Judul

**Phenomenon of Dividend Announcement on Stock Abnormal Return (Case in ASEAN Countries)**

Artikel tersebut dinyatakan DITERIMA untuk dipublikasikan di Jurnal Manajemen Bisnis Pada Volume 12 Nomor 1 Maret 2021.

Artikel tersebut akan tersedia secara online di <http://journal.umy.ac.id/index.php/mb>.

Demikian informasi ini disampaikan, dan atas perhatiannya diucapkan terimakasih.



Pengelola Jurnal Manajemen Bisnis,

Ikka Tiara Haryanto, S.E., MM.

NIP. 19620922199303 143 028

**FENOMENA PENGUMUMAN PEMBAGIAN DIVIDEN  
TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM  
Kasus pada Negara-negara ASEAN Tahun 2018**

**Ikka Tiaraintan Hariyanto**

*intan.ikka@gmail.com*

**Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya**

**Werner R. Murhadi**

*wernermurhadi@gmail.com*

**Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya**

***ABSTRACT***

*This research aims to examine the existence of stock's abnormal return after dividend announcement activity. We relate the abnormal return with the hypotheses of dividend signaling theory that happened in ASEAN countries: Indonesia; Thailand; Singapore; Malaysia; Philipines; and Vietnam. Using purposive sampling, we got 1.330 samples of dividend announcement during 2018. Our research period was 21 days around dividend announcement's date. The results of this analysis were agree with the hypotheses of dividend signaling theory where dividend increase, decrease, or constant could be an informative aspect to the investor. It was showed by the presence of positive abnormal return among dividend increase and constant, but negative abnormal return among dividend decrease. In ASEAN's capital market, we could say that the change of dividend's nominal would be a signal of firm's future prospect.*

*Key words: abnormal return; dividend announcement, dividend signaling theory.*

***ABSTRAK***

Penelitian ini bertujuan untuk menguji keberadaan *abnormal return* saham dari adanya pengumuman pembagian dividen perusahaan. *Abnormal return* dalam penelitian ini dikaitkan dengan hipotesis *dividend signaling theory* yang terjadi di negara-negara anggota ASEAN: Indonesia; Thailand; Singapura; Malaysia; Filipina; dan Vietnam. Dengan menggunakan *purposive sampling*, diperoleh 1.330 sampel pengumuman pembagian dividen selama periode tahun 2018. Periode pengamatan yang digunakan adalah selama 21 hari. Hasil analisis sesuai dengan hipotesis *dividend signaling theory* bahwa pengumuman pembagian dividen naik, turun, ataupun konstan menjadi aspek yang informatif bagi para pemegang saham. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman dividen naik dan konstan, serta negatif di sekitar pengumuman dividen turun. Sehingga dalam pasar modal negara-negara ASEAN, perubahan nominal dividen dapat menjadi sinyal mengenai prospek kinerja perusahaan di masa depan.

Kata kunci: *abnormal return*, pengumuman dividen, *dividend signaling theory*

## PENDAHULUAN

Dalam dunia pasar modal, investor membeli saham suatu perusahaan dengan mengharapkan keuntungan yang maksimal dari kegiatan tersebut. Sementara bagi perusahaan, menjual saham kepada para investor dapat menjadi modal tambahan dalam menjalankan operasi bisnisnya dengan menjanjikan imbalan yang akan diperoleh investor di masa mendatang. Widodoatmodjo (2009: 2) menyatakan bahwa penambahan modal perusahaan melalui kredit perbankan adalah terbatas dan dapat memberatkan keuangan perusahaan. Hal ini membuat perusahaan berusaha untuk mendapatkan modal perusahaan melalui penjualan saham kepada masyarakat luas.

Karakter investor terbagi menjadi dua, yaitu yang menghindari risiko dan yang berani mengambil risiko (*risk taker*). Investor yang berani mengambil risiko (*risk taker*) akan mengharapkan *capital gain* yang didapatkan dari pergerakan harga saham selama jangka waktu tertentu baik secara harian maupun tahunan. Para spekulator *capital gain* ini berusaha untuk mendapatkan informasi tertentu dari aktivitas suatu perusahaan yang mungkin akan memicu naik atau turunnya harga saham. Dengan begitu, investor dapat memutuskan waktu yang tepat untuk menjual saham agar memperoleh

tingkat *return* saham semaksimal mungkin.

Keputusan investor untuk membeli, menahan, hingga menjual suatu saham dilakukan atas dasar pertimbangan informasi dari luar dan dalam perusahaan. Pengumuman pembagian dividen menjadi salah satu indikator yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan. Dasilas dan Leventis (2011) mengungkapkan bahwa manajer perusahaan memiliki informasi lebih mengenai posisi keuangan perusahaan dibandingkan dengan para investor, sehingga investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai pemberi sinyal informasi pendapatan masa depan perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Weng dkk. (2010) di Malaysia dan Singapura, diperoleh hasil bahwa *abnormal return* signifikan terhadap pengumuman pembagian dividen. Hasil yang sama juga diungkapkan oleh Suwana (2012) di Thailand, Laabs dan Bacon (2013) di Amerika, Kadioglu dkk. (2015) di Turki, Ngoc dan Cuong (2016) di Vietnam, serta Damayanti dan Pratama (2018) di Indonesia. Sementara, penelitian yang dilakukan oleh Lazan, Abidin, dan Hassan (2011) di Malaysia serta Sari dan Lestari (2015) di Indonesia menunjukkan perbedaan hasil, bahwa pengumuman dividen tidak mengandung informasi tertentu yang

dapat memicu perubahan harga saham.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali teori *dividend signaling* dan bagaimana kaitannya dengan perubahan harga saham. Sehingga, dapat menjawab rumusan masalah: (1) apakah pengumuman dividen selama periode tahun 2018 di negara anggota ASEAN memiliki kandungan informasi bagi para investor; serta (2) bagaimana dampak pengumuman dividen naik, turun, dan konstan terhadap *abnormal return* jika ditinjau dari periode pengamatan 21 hari. Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya, yaitu menguji adanya reaksi harga saham terhadap pengumuman dividen menggunakan *Abnormal Return* (AR) di beberapa negara anggota ASEAN, diantaranya adalah Indonesia, Thailand, Singapura, Malaysia, Filipina, dan Vietnam.

## **TINJAUAN TEORETIS**

### **Pasar Modal**

Pasar modal menurut Widoatmojo (2009: 11) adalah pasar abstrak, dimana yang diperjualbelikan adalah dana-dana jangka panjang, yaitu dana yang keterikatannya dalam investasi lebih dari satu tahun. Sebagai penjabar bagi definisi sebelumnya, terdapat pengertian pasar modal menurut R.J. Shook dalam Fahmi (2014: 305) yang mengungkapkan bahwa pasar modal merupakan sebuah pasar

tempat dana-dana modal, seperti ekuitas dan utang, diperdagangkan.

Secara fisik, pasar modal membutuhkan sebuah tempat, yang lazimnya disebut dengan bursa, sebagai tempat bertemunya para penjual efek dan pembeli atas efek atau investor. Pengertian Bursa Efek menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari situs investasi dunia ([www.investing.com](http://www.investing.com)), bursa efek terdaftar yang beroperasi di wilayah ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*) adalah terdiri dari bursa negara Filipina, Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Vietnam. Melalui bursa efek tersebut pula terdapat pencatatan dan pendataan segala aktivitas perdagangan efek yang dapat diakses secara umum.

### **Saham**

Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal terdiri dari dua, yaitu ekuitas dan utang. (Widoatmojo, 2009: 99). Instrumen induk ekuitas adalah berupa saham, sementara untuk utang adalah berupa obligasi. Pengertian saham menurut Fahmi

(2014: 323) adalah tanda bukti penyertaan kepemilikan modal atau dana pada suatu perusahaan dengan mencantumkan nilai nominal, nama perusahaan, dan diikuti dengan hak dan kewajiban yang dijelaskan kepada setiap pemegangnya. Beberapa keunikan pada saham diantaranya adalah termasuk *earning asset* dikarenakan pembeli saham akan mengharapkan penghasilan (*yield*) baik dividen maupun *capital gain*, serta mengandung risiko dengan harga yang bisa naik atau turun, bahkan tidak ada harganya sama sekali apabila perusahaan emiten bangkrut (Fahmi, 2014: 324).

Penilaian terhadap saham dibagi menjadi tiga, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Jika nilai buku merupakan nilai yang dicatat pada saat saham dijual oleh perusahaan, maka nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar (Jogiyanto, 2009: 129). Sehingga, nilai pasar dapat naik ataupun turun sesuai dengan permintaan dan penawaran yang terjadi di bursa efek. Foster (1986: 377) menyebutkan macam-macam pengumuman yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas, salah satu diantaranya adalah pengumuman dividen.

## **Dividen**

Dividen adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai hak bagi mereka. Menurut Jogiyanto (2003: 74), tidak semua laba dibagikan karena sebagian laba akan ditanamkan kembali dalam perusahaan. Laba yang ditahan (*retained earnings*) merupakan sumber dana intern perusahaan, sedangkan laba yang tidak ditahan akan dibagikan dalam bentuk dividen. Berdasarkan model valuasi saham dengan pertumbuhan konstan, apabila pembayaran dividen meningkat, maka alokasi dana yang tersedia untuk reinvestasi menurun. Hal ini akan menyebabkan terjadinya penurunan tingkat pertumbuhan yang diharapkan, dan kemudian cenderung dapat menurunkan harga saham.

Halim (2015: 138) mengungkapkan tiga teori tentang preferensi investor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, yaitu *dividend irrelevance theory*, *bird-in-the-hand theory*, dan *tax preference theory*.

### ***Efficient Market Hypothesis***

Menurut Jogiyanto (2009: 500), pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi, sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan. Hal yang menjadi titik

perhatian dalam pengukuran pasar efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi yang ada.

Fama (1970) dalam Jogiyanto (2009: 500) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar: (1) Efisiensi pasar bentuk lemah, apabila harga dari sekuritas tercermin secara penuh dari informasi masa lalu dan nilai tersebut tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang; (2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat, apabila harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Sehingga, dalam pasar ini tidak ada investor yang akan mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama; dan (3) Efisiensi pasar bentuk kuat, apabila harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk privat. Dalam hal ini, tidak ada investor yang memperoleh *abnormal return*.

### ***Dividend Signaling Theory***

Dividen dapat dijadikan sebagai sinyal penting bagi pasar dengan memperhatikan kebijakan dividen yang diambil oleh suatu perusahaan (Amin dkk, 2015). Weston dan Copeland (1997: 145) menyatakan bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai jalur informasi monopolistik tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan

apabila mereka mempunyai insentif yang sesuai untuk melakukannya.

Ross (1977) dalam Weston dan Copeland (1997: 145) membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Jika pengumuman dividen memberikan informasi positif, maka dapat dimungkinkan bahwa pemegang saham akan memperoleh *abnormal return* yang positif, begitupun sebaliknya (Kurniasih dkk, 2011).

### **Asimetri Informasi**

Terdapat kondisi pasar dimana terdapat pihak-pihak tertentu yang dimungkinkan mengetahui lebih dahulu informasi internal perusahaan sebelum sampai kepada investor lain. Hal ini membuktikan adanya distribusi informasi yang tidak simetris. Informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*) adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja (Jogiyanto, 2009: 516). Sementara itu, Kadioglu dkk. (2015) didukung oleh beberapa hasil penelitian sebelumnya memiliki argumen berbeda bahwa manajer perusahaan memiliki informasi lebih terkait prospek perusahaan, yang juga akan menciptakan kondisi asimetri informasi antara manajer dengan para pemegang saham. Sari

dan Lestari (2015) mengungkapkan bahwa pada fenomena *asymmetric information*, investor dan manajer dianggap memiliki informasi yang berbeda tentang kondisi perusahaan yang sesungguhnya.

### ***Clientele Effect***

*Clientele effect* merupakan kondisi yang menggambarkan bahwa terdapat kelompok pemegang saham yang memiliki preferensi berbeda terhadap kebijakan dividen yang telah ditentukan oleh suatu perusahaan. Investor akan terbagi menjadi beberapa kelompok tergantung pada preferensi pengelolaan investasi yang dipilih berdasarkan rasio pembagian dividen perusahaan (Kawano, 2014). Beberapa pemegang saham lebih memilih pembagian laba perusahaan dalam bentuk dividen dibandingkan dengan penggunaan laba untuk kepentingan strategis masa depan perusahaan (Kadioglu, 2015). Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini akan lebih menyukai *dividend payout ratio* yang tinggi, sebaliknya untuk pemegang saham yang tidak membutuhkan uang akan lebih menyukai perusahaan menanamkan sebagian laba bersih perusahaan atau dengan kata lain membagi dividen yang kecil (Sari dan Lestari, 2015).

### ***Event Study***

Studi peristiwa dilakukan untuk mempelajari dampak suatu

peristiwa yang terjadi di pasar terhadap harga saham. Perubahan harga saham atas peristiwa tersebut dapat menjadi naik ataupun turun. Apabila informasi tersebut termasuk dalam kategori *bad news*, maka informasi tersebut akan berdampak negatif terhadap harga saham yang menyebabkan penurunan harga saham. Dalam hal ini, investor banyak mempelajari dampak suatu peristiwa terhadap harga saham agar dapat bertindak cepat dalam pengambilan keputusan jual atau beli saham ketika suatu peristiwa terjadi (Samsul, 2006: 274).

### ***Abnormal Return***

Menurut Samsul (2006: 276), *abnormal return* terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *return* aktual dan *return* ekspektasi yang dihitung secara harian. Sehingga, pengamatan terhadap *abnormal return* tersebut dapat dilihat pada nilai tertinggi dan terendah dari *abnormal return* yang terjadi selama periode pengamatan (*window period*) untuk mengetahui tren reaksi harga saham akibat suatu peristiwa.

### ***Average Abnormal Return***

*Average abnormal return* merupakan hasil perhitungan rata-rata atas beberapa *abnormal return* beberapa jenis saham di hari yang sama. Samsul (2006: 276) mengungkapkan bahwa AAR dapat menunjukkan reaksi paling kuat, baik

positif maupun negatif, dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu selama *window period*.

### **Cumulative Average Abnormal Return**

*Cummulative average abnormal return* merupakan hasil perhitungan kumulatif dari AAR dalam jangka waktu beberapa hari sesuai banyaknya hari yang dibutuhkan dalam pengamatan. Dari grafik CAAR harian dapat diketahui kecenderungan kenaikan atau penurunan yang terjadi selama *window period*, sehingga dampak positif atau negatif dari suatu peristiwa terhadap keseluruhan saham dapat diteliti (Samsul, 2006: 277).

### **Pengembangan Hipotesis**

Berdasarkan permasalahan yang telah dibahas sebelumnya, maka hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: diduga terdapat *average abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen.

H<sub>2</sub>: diduga terdapat *cumulative average abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen.

H<sub>3</sub>: diduga terdapat perbedaan *average abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

H<sub>4</sub>: diduga terdapat perbedaan *cumulative average abnormal*

*return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

### **METODE PENELITIAN**

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif *positivism*, yaitu menguji hubungan sebab akibat dari observasi yang dilakukan. Riset ini bersifat deskriptif dengan tujuan untuk mengetahui dampak dari pengumuman pembayaran dividen terhadap harga saham serta bagaimanakah reaksinya jika dibandingkan antara sebelum dan sesudah pengumuman. Penelitian ini termasuk dalam *event study* (studi peristiwa) yang melakukan pengamatan terhadap pergerakan harga saham di sekitar peristiwa pengumuman pembayaran dividen.

### **Variabel dan Definisi Operasional**

#### *Abnormal Return (AR)*

Return tidak normal (*Abnormal Return—AR*) adalah selisih dari return yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap return yang diharapkan (*expected return*). Brown dan Warner (1985) dalam Felimban, Floros, dan Nguyen (2018) menghitung *Abnormal Return (AR)* dengan estimasi *market-adjusted model* sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$AR_{it}$  : *abnormal return* saham *i* pada hari *t*

$R_{it}$  : *actual return* saham *i* pada hari *t*

$R_{mt}$  : *return* pasar pada hari *t*



### *Average Abnormal Return (AAR)*

*Abnormal return* harian kemudian dirata-rata untuk seluruh sektor perusahaan bagi berbagai negara yang menjadi objek penelitian. Felimban, Floros, dan Nguyen (2018) menggunakan rumus untuk *Average Abnormal Return (AAR)* sebagai berikut:

$$AAR_{pt} = \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{n}$$

$AAR_t$  : rata-rata *abnormal return*,  $p$  (DI) untuk perusahaan dengan dividen naik,  $p$  (DD) untuk perusahaan dengan dividen turun,  $p$  (DC) untuk perusahaan dengan dividen konstan.

$n$  : jumlah total pengumuman dividen

$t$  : hari ke- di sekitar pengumuman

$i$  : perusahaan

### *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)*

Felimban, Floros, dan Nguyen (2018) menjelaskan CAAR sebagai total penjumlahan *average abnormal return (AAR)* suatu perusahaan selama periode pengamatan, yaitu 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman dividen, untuk seluruh sektor di masing-masing penggolongan pengumuman dividen naik, turun, atau konstan. Rumus yang digunakan oleh Felimban, Floros, dan Nguyen (2018) adalah sebagai berikut:

$$CAAR_i(t, k) = \sum_{t=0}^k AAR_t$$

$CAAR_i$  : total penjumlahan *average*

*abnormal return*

perusahaan  $i$

$(t, k)$  : periode jendela berawal pada hari  $t$  dan berakhir pada hari  $k$

$AAR_t$  : *average abnormal return* pada hari  $t$

### **Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Filipina, Vietnam, Thailand, Malaysia, dan Singapura serta mengumumkan pembagian dividen tunainya selama periode tahun 2018. Sementara untuk penarikan sampel dalam penelitian, ditentukan dengan teknik *purposive sampling*. Dalam tabel 1 terdapat jumlah data pengumuman pembagian dividen pada tahun 2018.

### **Metode Pengolahan Data**

Penelitian ini menggunakan pengujian statistik parametrik *one-sample t-test* untuk menguji apakah nilai tertentu berbeda secara signifikan dengan rata-rata sebuah sampel. Sehingga, peneliti dapat mengetahui dari hasil uji tersebut apakah terdapat *average abnormal return* dan *cumulative average abnormal return* yang signifikan pada hari-hari yang berada di dalam dan sekitar *event window* ketika terdapat pengumuman pembagian dividen.

Selain itu, Penelitian ini juga menggunakan pengujian statistik

**Tabel 1**  
**Jumlah Dividen Naik, Turun, dan Konstan Negara Anggota ASEAN 2018**

Negara	Dividen Naik	Dividen Turun	Dividen Konstan	Total
Indonesia	88	54	33	175
Thailand	14	10	-	24
Singapura	93	70	124	287
Malaysia	154	202	218	574
Filipina	48	19	50	117
Vietnam	60	44	49	153
Total	457	399	474	1.330

Sumber: IDX, Investing.com, diolah

parametrik *paired-sample t-test* untuk membandingkan rata-rata dari dua variabel dalam satu kelompok (*group*). Dengan ini, peneliti dapat mengetahui apakah terdapat perbedaan *average abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di dalam dan sekitar *event window* ketika terdapat pengumuman pembagian dividen.

Rancangan hipotesis statistik yang digunakan oleh peneliti dalam melakukan pengujian adalah sebagai berikut:

Pengujian *Abnormal Return*

$H_0: AAR = 0$

$H_1: AAR \neq 0$

Jika  $H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak, dapat diartikan bahwa terjadi *average abnormal return*.

$H_0: CAAR = 0$

$H_2: CAAR \neq 0$

Jika  $H_2$  diterima dan  $H_0$  ditolak, dapat diartikan bahwa terjadi *cumulative average abnormal return*.

Pengujian Beda *Abnormal Return*

$H_0: AAR_1 = AAR_2$

$H_3: AAR_1 \neq AAR_2$

Jika  $H_3$  diterima dan  $H_0$  ditolak, dapat diartikan bahwa terjadi perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

$H_0: CAAR_1 = CAAR_2$

$H_4: CAAR_1 \neq CAAR_2$

Jika  $H_4$  diterima dan  $H_0$  ditolak, dapat diartikan bahwa terjadi perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Analisis Hasil Penelitian

Tabel 2 dan 3 menunjukkan hasil deskripsi statistik variabel untuk *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. Berdasarkan tabel 2, rata-rata *abnormal return* terbesar tahun 2018 diperoleh ketika pengumuman dividen naik, yaitu sebesar 0,00077 atau sebesar 0,077%. Sementara rata-rata *abnormal return* terendah tahun 2018 diperoleh ketika pengumuman

**Tabel 2**  
**Deskripsi Statistik Variabel *Abnormal Return***

Variabel	Rata-Rata	Standar Deviasi	Nilai Maksimal	Nilai Minimal
<b>Div. Naik</b>	0,00077	0,02717	0,50272	-0,29809
<b>Div. Turun</b>	0,00004	0,02987	0,48161	-0,32971
<b>Div. Konstan</b>	0,00059	0,02883	0,67737	-0,48865

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

**Tabel 3**  
**Deskripsi Statistik Variabel *Cumulative Abnormal Return***

Variabel	Rata-Rata	Standar Deviasi	Nilai Maksimal	Nilai Minimal
<b>Div. Naik</b>	0,01079	0,07469	0,61116	-0,76004
<b>Div. Turun</b>	0,00179	0,08418	0,78671	-0,50999
<b>Div. Konstan</b>	0,00784	0,07309	0,89925	-0,56869

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

dividen turun, sebesar 0,00004 atau 0,004%. Nilai maksimal *abnormal return* terdapat pada saat pengumuman dividen konstan yaitu sebesar 0,67737 atau 67,737%. Sedangkan nilai minimal *abnormal return* terdapat pada saat pengumuman dividen naik yaitu sebesar -0,29809 atau -29,809%.

Berdasarkan tabel 3, rata-rata *cumulative abnormal return* terbesar tahun 2018 diperoleh ketika pengumuman dividen naik, yaitu sebesar 0,01079 atau sebesar 1,079%. Sementara rata-rata *abnormal return* terendah tahun 2018 diperoleh ketika pengumuman dividen turun, sebesar 0,00179 atau 0,179%. Nilai maksimal *abnormal return* terdapat pada saat pengumuman dividen konstan yaitu sebesar 0,89925 atau 89,925%. Sedangkan nilai minimal *abnormal return* terdapat pada saat

pengumuman dividen turun yaitu sebesar -0,56869 atau -56,869%.

#### **Analisis *One Sample T-Test AAR* dan CAAR**

Dari keseluruhan data pengumuman pembagian dividen di wilayah 6 negara anggota ASEAN yang tercantum pada tabel 4, jumlah pengumuman pembagian dividen naik adalah sebanyak 457 (34,36%), dividen turun 399 (3,00%), dan dividen konstan 474 (35,64%). Di sekitar tanggal pengumuman dividen naik terdapat nilai t rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif pada H-2 sebelum pengumuman berlangsung sebesar 2,06, pada H+1 dan H+2 setelah pengumuman sebesar 2,57 dan 2,04. Di sekitar tanggal pengumuman dividen turun, nilai t yang signifikan positif terdapat pada H+7 dan H+10 setelah pengumuman sebesar 2,18

dan 2,09. Sementara H-9 setelah pengumuman dividen turun, nilai t signifikan negatif sebesar -2,03. Bagi kondisi di sekitar pengumuman dividen konstan, nilai t yang signifikan positif hanya terjadi pada H-10 sebelum pengumuman, yaitu sebesar 2,31.

Pada tabel 5 ditampilkan hasil pengujian rata-rata *abnormal return* secara kumulatif selama periode penelitian 21 hari. Jika dihitung rata-rata *abnormal return* secara kumulatif, terdapat nilai t

yang signifikan positif sejak H-4 sampai dengan H+10 pengumuman dividen naik. Sementara, hasil perhitungan kumulatif dari rata-rata *abnormal return* yang terjadi di sekitar pengumuman dividen turun tidak menunjukkan adanya nilai t yang signifikan. Sedangkan di sekitar pengumuman dividen konstan, terdapat hasil t yang signifikan positif pada saat H-10 sampai dengan H-0 pengumuman berlangsung, serta H+1 sampai dengan H+10 setelah pengumuman.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji One Sample T-Test AAR**

Hari Ke-	Div. Naik, N = 457 (34,36%)		Div. Turun, N = 399 (3,00%)		Div. Konstan, N = 474 (35,64%)	
	t	Mean	t	Mean	t	Mean
- 10	0,66	0.0008	0,73	0.0010	2,31*	0.0026
- 9	0,02	0.0000	1,16	0.0015	0,79	0.0008
- 8	-0,21	-0.0003	0,37	0.0005	1,34	0.0015
- 7	1,80	0.0019	-1,49	-0.0022	1,57	0.0018
- 6	1,00	0.0013	1,20	0.0018	-0,06	-0.0001
- 5	-0,03	0.0000	1,61	0.0021	0,28	0.0003
- 4	1,34	0.0017	0,89	0.0013	-1,81	-0.0021
- 3	0,46	0.0006	0,04	0.0001	0,19	0.0003
- 2	2,06*	0.0021	-0,57	-0.0007	0,27	0.0003
- 1	0,32	0.0004	-0,73	-0.0011	1,06	0.0012
0	0,73	0.0009	0,07	0.0001	-0,04	-0.0001
+ 1	2,57**	0.0042	-1,85	-0.0033	-0,24	-0.0004
+ 2	2,04*	0.0030	-1,77	-0.0029	1,51	0.0019
+ 3	1,21	0.0016	0,69	0.0013	0,68	0.0008
+ 4	0,41	0.0005	-0,50	-0.0008	0,62	0.0008
+ 5	-0,14	-0.0002	0,60	0.0009	-0,33	-0.0004
+ 6	1,27	0.0015	-0,76	-0.0011	1,41	0.0027
+ 7	0,01	0.0000	2,18*	0.0032	0,25	0.0003
+ 8	-1,11	-0.0012	-0,38	-0.0007	1,14	0.0024
+ 9	-0,58	-0.0007	-2,03*	-0.0031	-1,49	-0.0018
+ 10	-1,30	-0.0018	2,09*	0.0031	-0,28	-0.0003

Catatan: **data hasil penelitian (diolah)**; \*signifikan pada level 5%; \*\*signifikan pada level 1%.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji One Sample T-Test CAAR**

Hari Ke-	Div. Naik, N = 457 (34,36%)		Div. Turun, N = 399 (3,00%)		Div. Konstan, N = 474 (35,64%)	
	t	Mean	t	Mean	t	Mean
- 10	0,66	0.0008	0,73	0.0010	2,31*	0.0026
- 9	0,55	0.0008	1,35	0.0025	2,34*	0.0034
- 8	0,28	0.0005	1,47	0.0030	2,97**	0.0049
- 7	1,21	0.0024	0,33	0.0008	3,37**	0.0066
- 6	1,72	0.0037	0,98	0.0027	3,05**	0.0066
- 5	1,47	0.0037	1,64	0.0047	3,09**	0.0069
- 4	1,93*	0.0053	1,94*	0.0060	2,06*	0.0048
- 3	2,03*	0.0059	1,76	0.0060	1,98*	0.0050
- 2	2,67**	0.0080	1,47	0.0054	2,02*	0.0054
- 1	2,69**	0.0084	1,07	0.0043	2,34*	0.0065
0	2,84**	0.0093	1,02	0.0044	2,07*	0.0065
+ 1	3,78**	0.0135	0,25	0.0011	1,80	0.0061
+ 2	4,07**	0.0164	-0,37	-0.0018	2,28*	0.0080
+ 3	4,44**	0.0181	-0,11	-0.0005	2,34*	0.0088
+ 4	4,42**	0.0186	-0,26	-0.0013	2,52**	0.0096
+ 5	4,35**	0.0185	-0,09	-0.0004	2,30*	0.0092
+ 6	4,44**	0.0199	-0,30	-0.0016	2,66**	0.0119
+ 7	4,33**	0.0199	0,30	0.0016	2,71**	0.0122
+ 8	4,11**	0.0187	0,16	0.0009	2,95**	0.0146
+ 9	3,90**	0.0180	-0,38	-0.0022	2,66**	0.0128
+ 10	3,41**	0.0163	0,16	0.0009	2,51**	0.0124

Catatan: data hasil penelitian (diolah); \*signifikan pada level 5%; \*\*signifikan pada level 1%.

Hasil analisis sesuai tabel 4 menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* saham secara rata-rata di sekitar tanggal pengumuman dividen naik, turun, dan konstan di negara-negara anggota ASEAN secara keseluruhan. Rata-rata *abnormal return* tersebut tidak terjadi secara konsisten di hari yang sama, melainkan berbeda-beda bagi masing-masing fenomena pengumuman dividen yang terjadi. Pada saat pengumuman dividen naik, rata-rata *abnormal return* terjadi secara positif pada H-2, H+1, dan H+2. Saat pengumuman dividen turun, AAR yang terjadi adalah

positif pada H+7, negatif pada H+9, dan positif kembali pada H+10. Sedangkan saat pengumuman dividen konstan, AAR terjadi secara negatif pada H-10 sebelum pengumuman berlangsung.

Hasil dari tabel 5 diketahui bahwa, secara kumulatif, *average abnormal return* saham terjadi secara positif pada saat terdapat pengumuman dividen naik dan konstan. *Cumulative average abnormal return* tidak terjadi di sekitar pengumuman dividen turun. Rata-rata *abnormal return* secara kumulatif terjadi sejak H-4 sampai dengan H+10 pada saat

pengumuman dividen naik dan H-4 pada saat pengumuman dividen turun. Kemudian saat pengumuman dividen konstan, CAAR yang terjadi adalah pada H-10 sampai dengan hari H serta H+2 sampai dengan H+10.

### **Analisis Paired Sample T-Test AAR dan CAAR**

Berdasarkan hasil dari tabel 6, tidak terdapat nilai t rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan setelah pengumuman dividen naik dan konstan. Sementara itu, di sekitar tanggal pengumuman dividen turun, terdapat nilai t yang signifikan negatif sebesar -2,44 antara H-7 sebelum pengumuman dan H+7 setelah pengumuman, serta signifikan positif sebesar 2,24 antara H-9 sebelum pengumuman dengan

H+9 setelah pengumuman dividen turun.

Hasil dari tabel 7 diketahui bahwa, secara kumulatif terdapat t rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda negatif dan signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik sejak H-10 sampai dengan H+10 pengumuman. Pada saat pengumuman dividen turun, terdapat t *cumulative average abnormal return* saham yang berbeda positif dan signifikan antara H-2 dengan H+2, antara H-3 dan H+3, serta antara H-4 dan H+4. Sementara saat pengumuman dividen konstan, terdapat nilai t rata-rata *abnormal return* yang secara kumulatif berbeda negatif dan signifikan antara H-8 dengan H+8. Antara H-9 dengan H+9, serta H-10 dengan H+10 setelah pengumuman.

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Paired Sample T-Test AAR**

Pair	Div. Naik, N = 457 (34,36%)		Div. Turun, N = 399 (3,00%)		Div. Konstan, N = 474 (35,64%)	
	t	Mean	t	Mean	t	Mean
- 1 dan + 1	-1,88	-.0037805	0,91	.0021835	0,78	.0015641
- 2 dan + 2	-0,46	-.0008400	1,07	.0022228	-0,94	-.0015637
- 3 dan + 3	-0,57	-.0010551	-0,55	-.0011962	-0,36	-.0005791
- 4 dan + 4	0,62	.0011263	0,93	.0020905	-1,66	-.0029177
- 5 dan + 5	0,05	.0001053	0,61	.0011842	0,44	.0007568
- 6 dan + 6	-0,09	-.0001687	1,25	.0029657	-1,23	-.0027373
- 7 dan + 7	1,20	.0018621	-2,44*	-.0053185	0,81	.0014521
- 8 dan + 8	0,60	.0009768	0,52	.0011491	-0,38	-.0009114
- 9 dan + 9	0,43	.0006998	2,24*	.0046261	1,63	.0026234
- 10 dan + 10	1,45	.0025346	-1,08	-.0021313	1,86	.0028943

Catatan: data hasil penelitian (diolah); \*signifikan pada level 5%.

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Paired Sample T-Test CAAR**

Pair	Div. Naik, N = 457 (34,36%)		Div. Turun, N = 399 (3,00%)		Div. Konstan, N = 474 (35,64%)	
	t	Mean	t	Mean	t	Mean
- 1 dan + 1	-2,37*	-.0050856	1,35	.0031569	0,20	.0004428
- 2 dan + 2	-2,82**	-.0084350	2,28*	.0071318	-1,06	-.0026184
- 3 dan + 3	-3,92**	-.0121759	1,99*	.0065466	-1,25	-.0037643
- 4 dan + 4	-3,94**	-.0132766	1,95	.0073231	-1,40	-.0048171
- 5 dan + 5	-4,06**	-.0147941	1,28	.0051835	-0,61	-.0022943
- 6 dan + 6	-3,92**	-.0162293	0,96	.0042476	-1,23	-.0053105
- 7 dan + 7	-4,16**	-.0175538	-0,16	-.0007564	-1,27	-.0055530
- 8 dan + 8	-4,31**	-.0181912	0,39	.0020647	-1,98*	-.0096903
- 9 dan + 9	-3,90**	-.0172527	0,85	.0046566	-1,95	-.0093517
- 10 dan + 10	-3,26**	-.0154965	0,00	.0000223	-2,02*	-.0098616

Catatan: data hasil penelitian (diolah); \*signifikan pada level 5%; \*\*signifikan pada level 1%.

Berdasarkan hasil dari tabel 6 dengan membandingkan nilai rata-rata *abnormal return* antara hari sebelum dan hari setelah pengumuman dividen, nampak bahwa tidak terdapat *average abnormal return* saham yang berbeda antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik dan konstan. Saat pengumuman dividen turun, terdapat *average abnormal return* saham yang berbeda negatif antara H-7 dengan H+7, yaitu nilai AAR H+7 lebih kecil dibandingkan dengan H-7. Selain itu, terdapat juga hasil yang berbeda positif saat pengumuman dividen turun antara H-9 dengan H+9, yaitu nilai AAR H+9 lebih besar nilainya dibandingkan dengan H-9.

Hasil dari tabel 7 diketahui bahwa, secara kumulatif, terdapat rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda signifikan negatif antara sebelum dan setelah pengumuman dividen naik sejak H-

10 sampai dengan H+10 pengumuman. Saat pengumuman dividen turun, terdapat *cumulative average abnormal return* saham yang berbeda secara positif antara H-2 dengan H+2, H-3 dengan H+3, serta antara H-4 dengan H+4. Sementara saat pengumuman dividen konstan, terdapat *cumulative average abnormal return* yang berbeda secara negatif antara H-8 dengan H+8, H-9 dengan H+9, serta antara H-10 dengan H+10 pengumuman.

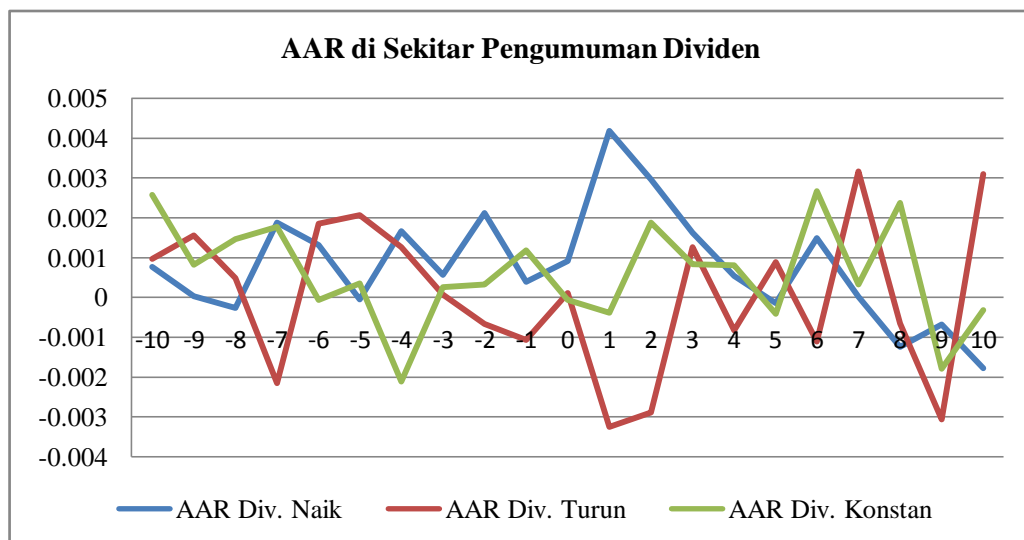
### Pembahasan

#### *Average Abnormal Return* di Sekitar Pengumuman Dividen

Hasil analisis menunjukkan bahwa *abnormal return* saham secara rata-rata terjadi di sekitar tanggal pengumuman dividen, baik naik, turun, maupun konstan.  $H_1$  yang telah ditentukan peneliti, bahwa diduga terdapat *average abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen, diterima.

Pada gambar grafik 1, terlihat pergerakan rata-rata *abnormal return* saham yang terjadi sejak 10 hari sebelum sampai dengan 10 hari setelah pengumuman dividen naik, turun, dan konstan. Reaksi terhadap harga saham yang langsung bergerak secara signifikan setelah adanya pengumuman adalah ketika terdapat pengumuman dividen naik, rata-rata *abnormal return* terjadi secara positif

pada H-2, H+1, dan H+2 pengumuman berlangsung. Meskipun saat pengumuman dividen turun dan konstan, *average abnormal return* tidak terjadi tepat pada hari pengumuman atau mendekati hari pengumuman, namun tetap terdapat hasil AAR yang positif dan negatif pada hari sebelum dan setelah pengumuman.



**Gambar 1**  
**Grafik *Average Abnormal Return* di Sekitar Pengumuman Dividen**  
 (sumber: data hasil penelitian, diolah)

Hasil yang menunjukkan bahwa terdapat AAR yang positif pada H-2, H+1, dan H+2 pengumuman dividen naik tersebut sesuai dengan *dividend signaling theory* yang diungkapkan oleh Miller dan Rock (1985) bahwa pengumuman dividen menjadi salah satu pengumuman perusahaan yang dapat mempengaruhi pasar. Amin dkk. (2015) juga mengungkapkan

bahwa pengumuman dividen dapat menjadi sinyal prospek masa depan perusahaan yang lebih baik. Sebelum pengumuman dividen konstan, terdapat AAR yang positif terjadi hanya pada H-10 sebelum pengumuman berlangsung. Hal ini dapat dimungkinkan bahwa terjadi kebocoran informasi mengenai akan adanya pembagian dividen bagi pemegang saham tertentu. Namun



dikarenakan AAR tersebut tidak terjadi kembali tepat pada hari pengumuman berlangsung hingga pascapengumuman, dapat disimpulkan bahwa rata-rata pemegang saham bersikap netral atau telah familiar dengan pembagian dividen konstan tersebut seperti yang diungkapkan oleh Felimban dkk. (2018) dengan penelitiannya di negara anggota Gulf Cooperation Council. Sementara bagi AAR positif dan negatif yang terjadi setelah pengumuman dividen turun, menunjukkan bahwa rata-rata pemegang saham menganggap terdapat adanya sinyal tertentu atas kinerja perusahaan melalui pengumuman dividen turun tersebut meskipun tidak secara langsung setelah pengumuman, yaitu pada H+7, H+9, dan H+10. Hasil analisis H<sub>1</sub> ini konsisten dengan penelitian oleh Weng dkk. (2011) di Malaysia dan Singapura, Suwanna (2012) di Thailand, Laabs dan Bacon (2013) di Amerika Serikat, Ngoc dan Cuong di Vietnam (2016), serta Damayanti dan Pratama (2017) di Indonesia, bahwa terjadi *abnormal return* saham secara rata-rata di sekitar tanggal pengumuman dividen. Berbeda dengan hasil yang ditunjukkan oleh Lazan dkk. (2011) di Malaysia, Sari dan Lestari (2014) di Indonesia, serta Kadioglu dkk. (2015) di Turki bahwa pengumuman dividen naik atau turun tidak menimbulkan efek yang signifikan terhadap *abnormal return* saham.

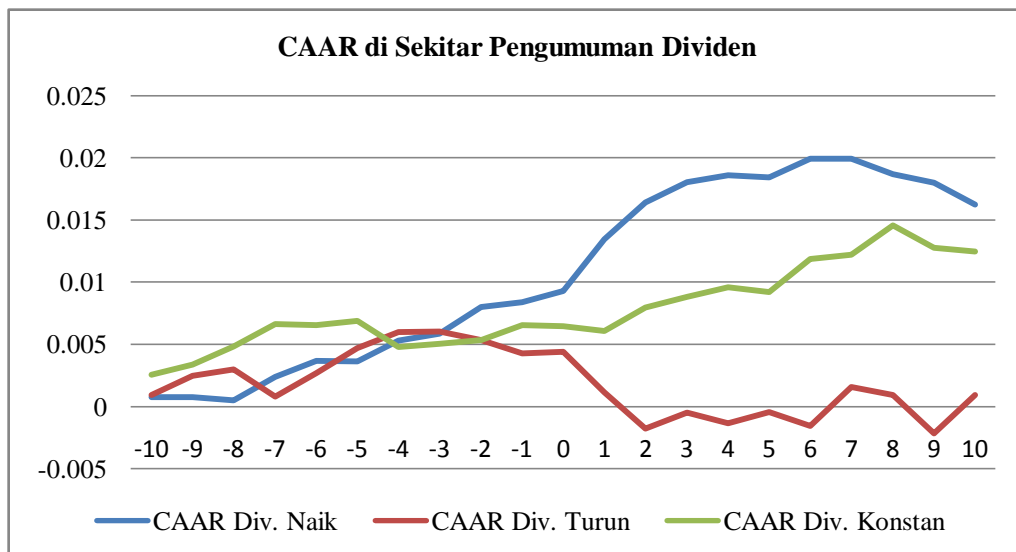
### ***Cumulative Average Abnormal Return* di Sekitar Pengumuman Dividen**

Hasil analisis menunjukkan bahwa *abnormal return* saham secara kumulatif terjadi di sekitar tanggal pengumuman dividen naik dan konstan. H<sub>2</sub> yang telah ditentukan peneliti, bahwa diduga terdapat *cumulative average abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dividen, diterima. Secara kumulatif, rata-rata *abnormal return* terjadi secara positif mulai dari H-4 sampai dengan H+10 pengumuman dividen naik dan H-4 saat pengumuman dividen turun. Sementara di sekitar pengumuman dividen konstan, terdapat rata-rata *abnormal return* yang secara kumulatif positif pada H-10 sampai dengan hari H pengumuman serta pada H+2 sampai dengan H+10 setelah pengumuman berlangsung.

Berdasarkan gambar grafik 2, memperlihatkan nilai *cumulative average abnormal return* dengan tren meningkat pada kondisi terdapat pengumuman dividen naik dan konstan. Tren tersebut menunjukkan nilai CAAR yang meningkat sejak sebelum pengumuman sampai dengan pascapengumuman dividen. Sedangkan nilai CAAR pada saat pengumuman dividen turun menunjukkan tren nilai yang cenderung menurun setelah terjadinya pengumuman. Hasil analisis nilai rata-rata *abnormal return* secara kumulatif telah

menunjukkan respon yang positif sejak H-4 pengumuman dividen naik dan H-10 pengumuman dividen konstan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat asimetri informasi atau kebocoran informasi bagi para investor sehingga menyebabkan harga saham meningkat sebelum pengumuman dividen berlangsung. Nilai CAAR yang meningkat dan menurun setelah pengumuman dividen juga sesuai dengan *dividend signaling theory* yang diungkapkan oleh Miller dan Rock (1985) bahwa pengumuman dividen menjadi salah satu pengumuman perusahaan yang dapat mempengaruhi pasar. Selain itu, reaksi harga saham yang terus meningkat pascapengumuman dividen naik dan konstan namun turun pasca pengumuman dividen turun, turut mendukung *bird-in-the-*

*hand theory* yang mengemukakan bahwa investor memandang *dividend payout ratio* yang tinggi lebih rendah risikonya dibanding potensi keuntungan atas modal yang diinvestasikan. Hasil analisis H<sub>2</sub> ini konsisten dengan penelitian oleh Weng dkk. (2011) di Malaysia dan Singapura, Suwana (2012) di Thailand, serta Ngoc dan Cuong di Vietnam, bahwa terjadi *cumulative average abnormal return* saham di sekitar tanggal pengumuman dividen. Berbeda dengan hasil yang ditunjukkan oleh Felimban dkk. (2018) di negara Gulf Cooperation Council, bahwa pengumuman dividen naik atau turun tidak menimbulkan efek yang signifikan terhadap *abnormal return* saham.



**Gambar 2**  
**Grafik Cumulative Average Abnormal Return di Sekitar Pengumuman Dividen**  
 (sumber: data hasil penelitian, diolah)

### ***Average Abnormal Return* antara Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen**

Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* saham secara rata-rata antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen turun.  $H_3$  yang telah ditentukan peneliti, bahwa diduga terdapat *average abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen, diterima. Perbedaan AAR tersebut secara signifikan terjadi secara negatif pada H-7 dengan H+7 dan secara positif pada H-10 dengan H+10. Makna dari perbedaan secara negatif adalah apabila nilai AAR sebelum pengumuman lebih kecil dibandingkan dengan nilai AAR setelah pengumuman. Sebaliknya, apabila terdapat perbedaan secara positif, artinya nilai AAR sebelum pengumuman lebih besar dibandingkan dengan nilai setelah pengumuman. Melihat hasil analisis tersebut, dapat disimpulkan bahwa efek dari adanya pengumuman dividen turun tidak sepenuhnya menyebabkan rata-rata *abnormal return* juga ikut menurun. Hal ini dibuktikan dengan nilai rata-rata *abnormal return* yang meningkat pada H+7 setelah pengumuman dibandingkan dengan H-7 sebelum pengumuman. Hasil penelitian mendukung *dividend signaling theory* yang diungkapkan oleh Miller dan Rock (1985) bahwa

pengumuman dividen menjadi salah satu pengumuman perusahaan yang dapat mempengaruhi pasar. Hasil analisis  $H_3$  ini konsisten dengan penelitian oleh Ngoc dan Cuong (2016) di Vietnam bahwa pengumuman dividen memberikan efek yang signifikan pada AAR antara sebelum dan sesudah pengumuman. Berbeda dengan hasil yang ditunjukkan oleh Lazan dkk. (2011) di Malaysia serta Sari dan Lestari (2014) di Indonesia, bahwa pengumuman dividen tidak menimbulkan efek AAR yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

### ***Cumulative Average Abnormal Return* antara Sebelum dan Setelah Pengumuman Dividen**

Hasil analisis menunjukkan bahwa, secara kumulatif, terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen naik, turun, dan konstan.  $H_4$  yang telah ditentukan peneliti, bahwa diduga terdapat *cumulative average abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen, diterima. Perbedaan CAAR tersebut secara signifikan terjadi secara negatif pada H-10 sampai dengan H+10 saat pengumuman dividen naik, positif pada H-2 sampai H-4 dengan H+2 sampai H+4 saat pengumuman dividen turun, dan negatif pada H-8 sampai H-10

dengan H+8 sampai H+10 saat pengumuman dividen konstan. Makna dari perbedaan secara negatif adalah apabila nilai CAAR sebelum pengumuman lebih kecil dibandingkan dengan nilai CAAR setelah pengumuman. Sebaliknya, apabila terdapat perbedaan secara positif, artinya nilai CAAR sebelum pengumuman lebih besar dibandingkan dengan nilai setelah pengumuman. Melihat hasil analisis tersebut, dapat disimpulkan bahwa efek dari adanya pengumuman dividen naik dan konstan menyebabkan nilai rata-rata *abnormal return* secara kumulatif terus mengalami peningkatan setelah terjadinya pengumuman. Sementara, efek dari adanya pengumuman dividen turun nilainya turun menyebabkan nilai rata-rata *abnormal return* secara kumulatif mengalami penurunan setelah terjadinya pengumuman. Hasil penelitian mendukung *dividend signaling theory* yang diungkapkan oleh Miller dan Rock (1985) bahwa pengumuman dividen menjadi salah satu pengumuman perusahaan yang dapat mempengaruhi pasar. Hasil analisis H<sub>4</sub> ini konsisten dengan penelitian oleh Ngoc dan Cuong (2016) di Vietnam bahwa pengumuman dividen memberikan efek yang signifikan pada CAAR antara sebelum dan sesudah pengumuman. Berbeda dengan hasil yang ditunjukkan oleh Lazan dkk. (2011) di Malaysia serta Sari dan

Lestari (2014) di Indonesia, bahwa pengumuman dividen tidak menimbulkan efek CAAR yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

### **Implikasi Penelitian**

Pengumuman dividen naik dan konstan dapat menjadi aspek yang informatif bagi para investor di negara-negara yang tergabung dalam ASEAN untuk dapat memprediksikan prospek kinerja perusahaan di masa mendatang. Jika terjadi *abnormal return* yang positif setelah adanya pengumuman dividen, maka investor yang memiliki preferensi nilai dividen tunai yang diterima lebih besar dapat menjadikan pengumuman pembagian dividen naik dan konstan ini sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Menurut Miller dan Rock (1985) dalam Weng dkk. (2011), perubahan kebijakan dividen akan menjadi sinyal terkait masa depan *cash flow* perusahaan, sehingga seiring meningkatnya dividen maka *cash flow* di masa depan juga turut meningkat.

Pengumuman dividen turun juga dapat menjadi aspek yang informatif bagi para investor untuk mengetahui bahwa kinerja perusahaan sedang mengalami penurunan. Hal ini dapat terjadi apabila investor memiliki preferensi *bird-in-the-hand theory*, ditambah lagi pengumuman dividen diyakini sebagai suatu sinyal dari perusahaan

bagi para pemegang saham atas adanya penurunan keuntungan atau kinerja dari perusahaan tersebut. Sesuai dengan hasil penelitian yang diutarakan oleh Dasilas dan Leventis (2011), bahwa penurunan nominal dividen akan berkaitan dengan terjadinya penurunan rata-rata harga saham.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Setelah dilakukan uji hipotesis penelitian, diperoleh hasil bahwa terdapat *abnormal return* yang terjadi baik secara rata-rata maupun kumulatif pada 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman dividen naik, turun, dan konstan. Nilai AAR dan CAAR lebih banyak terjadi secara positif dan signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen naik dan konstan dibandingkan dengan ketika terdapat pengumuman dividen turun. Meskipun demikian, adanya pengumuman dividen turun tetap menimbulkan nilai AAR yang signifikan positif dan negatif pascapengumuman. Adanya nilai *abnormal return* yang signifikan sejak sebelum terjadinya pengumuman sampai dengan hari pascapengumuman, menjawab rumusan masalah yang telah disusun oleh peneliti yaitu pengumuman dividen selama periode tahun 2018 di negara-negara anggota ASEAN informatif bagi para pemegang saham. Sesuai dengan *dividend signaling theory* yang diungkapkan oleh Miller dan Rock (1985),

pengumuman dividen merupakan salah satu pengumuman perusahaan yang dapat mempengaruhi pasar. Sehingga, investor cenderung memposisikan pengumuman dividen menjadi suatu aspek yang informatif untuk dapat mengetahui kinerja dan prospek perusahaan di masa mendatang.

Hasil dari penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang diungkapkan oleh Felimban, Floros, dan Nguyen (2018) bahwa terdapat reaksi harga yang searah dengan pengumuman dividen naik, turun, dan konstan. Sehingga, dampak dari adanya pengumuman dividen terhadap harga saham adalah adanya nilai *abnormal return* yang positif setelah pengumuman dividen naik dan konstan, serta negatif setelah pengumuman dividen turun. Hal tersebut ditunjukkan dengan adanya perbedaan nilai yang signifikan jika dibandingkan antara AAR dan CAAR sebelum dengan sesudah pengumuman dividen.

Bagi negara-negara anggota ASEAN seperti Indonesia, Thailand, Singapura, Malaysia, Filipina, dan Vietnam, pengumuman dividen menjadi hal yang informatif bagi para pemegang saham dan dapat menjadi pemicu terjadinya *abnormal return* di sekitar pengumuman dividen berlangsung. Dapat disimpulkan juga bahwa preferensi investor di negara ASEAN mendukung *bird-in-the-hand theory*, yaitu investor lebih memilih

menginvestasikan dananya pada perusahaan dengan dividen tunai yang tinggi. Jika diperhatikan dari reaksi pasar terhadap suatu informasi, yang terjadi pada negara-negara anggota ASEAN adalah harga-harga sekuritas yang tercermin dari adanya publikasi informasi, salah satunya pengumuman pembagian dividen. Sehingga, dalam hal ini, kondisi efisiensi pasar pada negara-negara anggota ASEAN termasuk dalam efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form efficiency*).

Saran bagi penelitian selanjutnya adalah dapat memperhatikan pengumuman perubahan tanggal pembagian dividen dan pengumuman revisi nominal dividen yang dibagikan, apakah mengandung informasi bagi para investor yang kemudian akan mempengaruhi pergerakan harga saham atau tidak. Selain itu, pergerakan harga saham sejak tanggal pengumuman dividen sampai dengan tanggal *ex-dividend date* juga dapat menjadi perhatian untuk meyakinkan sampai dimana *abnormal return* yang terjadi pascapengumuman dividen.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Amin, Abu S. dkk. 2015. Institutional Shareholding and Information Content of Dividend Surprises: Re-examining The Dynamics in Dividend-Reappearance Era. *Journal of Corporate Finance*, Vol 31: 152-170.
- Damayanti, Indah dan Rian Andesta Pratama. 2018. Reaksi Pengumuman Deviden. Seminar Nasional Teknologi dan Bisnis, IIB Darmajaya Bandar Lampung.
- Dasilas, Apostolos dan Stergios Leventis. 2011. Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from The Greek Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, Vol 20 (2): 302-311.
- Fahmi, Irham. 2014. Manajemen keuangan Perusahaan dan Pasar Modal. Jakarta: Penerbit Mitra Wacana Media.
- Felimban, Razaz, Christos Floros, dan Ann-Ngoc Nguyen. 2018. The Impact of Dividend Announcements on Share Price and Trading Volume: Empirical Evidence from The Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *Journal of Economic Studies*, Vol 45 (2): 210-230.
- Foster, George. 1986. Financial Statement Analysis: Second Edition. United States of America: Prentice-Hall.
- Halim, Abdul. 2015. Manajemen Keuangan Bisnis: Konsep dan Aplikasinya. Jakarta: Penerbit Mitra Wacana Media.
- Jogiyanto. 2003. Teori Portofolio dan Analisis Investasi: Edisi 3. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

- Jogiyanto. 2009. Teori Portofolio dan Analisis Investasi: Edisi 4. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Kadioglu, Eyup, Niyazi Telceken dan Nurcan Ocal. 2015. Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Turkish Stock Market. *International Business Research*, Vol 8 (9): 83-94.
- Kawano, Laura. 2014. The Dividend Clientele Hypothesis: Evidence from The 2003 Tax Act. *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol 6 (1): 114-136.
- Kurniasih, Augustina dkk. 2011. Market Reaction to The Cash Dividend Announcement: An Empirical Study from The Indonesia Stock Exchange 2004-2009. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Vol 40: 92-100.
- Laabs, Douglas S. dan Frank W. Bacon. 2013. The Impact of Increased Dividend Announcements on Stock Price: A Test of Market Efficiency. USA: Digital Commons Longwood University.
- Lazan, Rohanizan Md, Rabiatul Alawiyah Zainal Abidin, dan Suzana Hassan. 2015. Share Prices' Reaction to Dividend Announcement: A Study on The Listed Local Commercial Banks in Bursa Malaysia: In: Hashim R., Abdul Majeed A. (eds) *Proceedings of The Colloquium on Administrative Science and Technology*. Springer, Singapore.
- Miller, Merton H. Dan Kevin Rock. 1985. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, Vol 40 (4): 1031-1051.
- Ngoc, Dinh Bao dan Nguyen Chi Cuong. 2016. Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on Stock Return. *International Journal of Economics and Finance*, Vol 8 (7): 217-2015.
- Republik Indonesia. *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal*. 1995. Jakarta: Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64.
- Samsul, Mohammad. 2006. Pasar Modal dan Manajemen Portofolio. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sari, Syara Purnama dan Winda Rika Lestari. 2015. Analisis Dampak Pengumuman Deviden Terhadap Reaksi Pasar: Studi Pada Perusahaan Indeks LQ 45. *Jurnal Magister Manajemen*, Vol 1 (2): 168-185.
- Suwanna, Thanwarat. 2012. Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, Vol 40: 721-725.

- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. 1997. Manajemen Keuangan: Edisi Kesembilan, Jilid 2. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Weng, Cheong Hoy dkk. 2011. The Dividend and Earnings Announcement Effects: The Case of Malaysia and Singapore. Malaysia: Department of Economics Universiti Tunku Abdul Rahman.
- Widoatmodjo, Sawidji. 2009. Pasar Modal Indonesia: Pengantar dan Studi Kasus. Jakarta: Penerbit Ghalia Indonesia.