

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obyek/Subyek Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan untuk mengetahui bagaimana reaksi investor terhadap perusahaan yang melakukan pengumuman dividen inisiasi, yaitu perusahaan yang pada tahun-tahun sebelumnya tidak membagikan dividen lalu pada tahun berjalan perusahaan membagikan dividen, dan bagaimana reaksi investor terhadap perusahaan yang mengumumkan dividen omisi, yaitu perusahaan yang pada tahun sebelumnya selalu membagikan dividen akan tetapi pada tahun berjalan perusahaan memutuskan tidak membagikan dividen dengan alasan tertentu. Reaksi investor dapat dilihat pada sekitar hari pengumuman perusahaan yang memutuskan melakukan inisiasi ataupun omisi yaitu pada saat perusahaan melaksanakan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).

Reaksi investor ini dapat dilihat dengan menggunakan indikator *abnormal return*. Reaksi dilihat dengan adanya *abnormal return* disekitar tanggal RUPS dan dengan melihat adanya perbedaan *average abnormal return* perusahaan. Penghitungan abnormal return menggunakan *market adjusted return*. Metode ini menjadikan *return pasar* sebagai indikator return yang diharapkan dan tidak memerlukan periode estimasi (Mamduh, 2004).

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang didapatkan dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dioalah oleh peneliti. Data yang digunakan adalah harga saham, indeks pasar dan tanggal RUPS. Harga perusahaan yang diambil adalah harga saat penutupan (*closing price*), indeks pasar yang digunakan adalah indeks

IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Metode yang digunakan adalah *event study* atau metode studi peristiwa. Data tanggal RUPS yang digunakan yaitu data perusahaan dengan periode jendela 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah RUPS dengan tanggal RUPS sebagai t0 atau tanggal peristiwa terjadi. Periode pengamatan yang diambil yaitu 10 tahun, dari tahun 2007 sampai 2016.

Populasi dalam penelitian adalah perusahaan sektor jasa yang terdaftar di BEI sampai Desember 2016. *Purposive sampling method* merupakan metode penentuan sampel yg digunakan, yaitu sampel ditentukan dengan berdasarkan tujuan dan karakteristik penelitian (Darmawan, 2016). Dari kriteria tersebut, peneliti memperoleh sampel 139 perusahaan dengan 67 perusahaan yang melakukan inisiasi dan 72 perusahaan yang melakukan omisi dengan rincian seperti berikut :

TABEL 4.1.

Sampel Perusahaan Inisiasi

Keterangan	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Jumlah
Melakukan dividen inisiasi	10	9	16	6	10	7	6	7	69
Memiliki data tidak lengkap	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)
Jumlah sampel inisiasi	9	9	15	6	10	7	6	7	67

Pada tabel 4.1. di atas dapat dilihat sampel perusahaan yang melakukan dividen inisiasi adalah sebanyak 69 perusahaan. Di tahun 2009 ada 10 perusahaan, tahun 2010 ada sembilan perusahaan, 2011 ada 16 perusahaan, 2012 ada enam

perusahaan, dan 2013 ada 10 perusahaan. Sedangkan pada tahun 2014, 2015, dan 2016 berturut-turut ada tujuh, enam, dan tujuh perusahaan yang melakukan dividen inisiasi. Untuk perusahaan yang memiliki data tidak lengkap terdapat pada tahun 2009 dan 2011 dengan masing-masing satu perusahaan. Maka, total perusahaan yang melakukan dividen inisiasi adalah sebanyak 67 perusahaan.

TABEL 4.2.

Sampel Perusahaan Omisi

Keterangan	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Jumlah
Melakukan dividen inisiasi	13	7	4	10	5	16	11	13	79
Memiliki data tidak lengkap	(2)	(1)	(1)	(0)	(2)	(1)	(0)	(0)	(7)
Jumlah sampel inisiasi	11	6	3	10	3	15	11	13	72

Pada tabel 4.2. dapat dilihat sampel perusahaan yang melakukan dividen omisi adalah sebanyak 79 perusahaan. Di tahun 2009 ada 13 perusahaan, tahun 2010 ada tujuh perusahaan, 2011 ada empat perusahaan, 2012 ada 10 perusahaan, dan 2013 ada lima perusahaan. Sedangkan pada tahun 2014, 2015, dan 2016 berturut-turut ada 16, 11, dan 13 perusahaan yang melakukan dividen inisiasi. Sementara, untuk perusahaan yang memiliki data tidak lengkap terdapat pada tahun 2009, 2010, 2011, 2013, dan 2014, dengan jumlah sebanyak berturut-turut dua, satu, satu, dua, dan satu perusahaan. Maka, total perusahaan yang melakukan dividen omisi adalah sebanyak 72 perusahaan.

B. Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif adalah alat yang digunakan untuk mengetahui karakteristik suatu data. Analisis digunakan untuk mengetahui deskripsi data dari variable-variabel yang diteliti, yaitu antara lain nilai tertinggi (*maximum*), nilai terendah (*minimum*), nilai rata-rata (*mean*), dan tingkat penyebaran data (*standard deviation*). Uji analisis statistik deskriptif dari sampel penelitian ini adalah sebagai berikut :

TABEL 4.1.

Statistik Deskriptif Average Abnormal Return

	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
Dividen Inisiasi	-0,0097	0,0251	0,001857	0,0070107
Dividen Omisi	-0,0114	0,0225	0,000157	0,0069126

Sumber: Lampiran 14

Dari hasil uji di atas, dapat diketahui bahwa variabel AAR untuk dividen inisiasi mempunyai deskripsi minimum sebesar -0,0097, maximum sebesar 0,0251, mean 0,001857, dan standard deviation 0,0070107. Sementara untuk variabel AAR dividen omisi memiliki hasil minimum sebesar -0,0114, maximum di 0,0225, mean 0,000157, dan standard deviation 0,0069126.

C. Uji Normalitas

Untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal atau tidak, dapat menggunakan uji normalitas. Uji normalitas harus dilakukan terlebih dahulu sebelum menguji *one sample t test*, karena ini merupakan syarat untuk ke tahap selanjutnya. Apabila data yang diuji normalitas terdistribusi normal, maka data boleh diuji menggunakan *one sample t test*. Uji *Kolmogorov-Smirnov* digunakan untuk pengujian normalitas ini dan pengujian menggunakan aplikasi computer SPSS. Hasil dari uji tersebut adalah sebagai berikut :

TABEL 4.2.

Uji Normalitas

Variable	Sig	Kesimpulan
AAR Perusahaan Dividen Inisiasi	0,090130	Data Terdistribusi Normal
AAR Perusahaan Dividen Omisi	0,200000	Data Terdistribusi Normal

Sumber: Lampiran 15

Dari hasil uji normalitas variabel di atas, dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi normal. Hal tersebut dapat dilihat karena semua variabel penelitian memiliki tingkat signifikansi di atas 0,05 pada ($\text{sig} > 0,05$). Variabel dividen inisiasi memiliki tingkat signifikansi di 0,090130 sedangkan untuk variabel dividen omisi berada di tingkat 0,2000 sehingga disimpulkan data terdistribusi dengan normal.

D. Uji Hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui : (1) bagaimana reaksi investor terhadap dividen inisiasi yang dilakukan oleh perusahaan jasa yang terdaftar di

Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2016 dan (2) bagaimana reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan dividen omisi selama periode pengamatan 2007-2016. Metode yang digunakan adalah metode *event study* dan sedangkan alat yang digunakan untuk pengujian analisis data hipotesis tersebut di atas adalah menggunakan *one sample t test* dengan program aplikasi SPSS.

1. Reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan pengumuman dividen inisiasi selama periode 2007-2016.

Hipotesis pertama bertujuan untuk menunjukkan apakah ada reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang mengumumkan dividen inisiasi selama periode 2007-2016. Reaksi tersebut dapat dilihat dengan adanya perubahan AAR (*Average Abnormal Return*) pada sekitar tanggal RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) dengan menggunakan uji *one sample t-test*. Hasil analisis tersebut ada di tabel 4.4 berikut :

TABEL 4.4.

Uji One Sampe t-test pada Dividen Inisiasi

Periode	AAR	T hitung	Sig	ket
t-10	0,0017	0,5007	0,6183	Tidak Signifikan
t-9	0,0095	2,2451	0,0281	Signifikan*
t-8	-0,0015	-0,2815	0,7792	Tidak Signifikan
t-7	0,0005	0,1580	0,8750	Tidak Signifikan
t-6	0,0067	2,4574	0,0166	Signifikan*

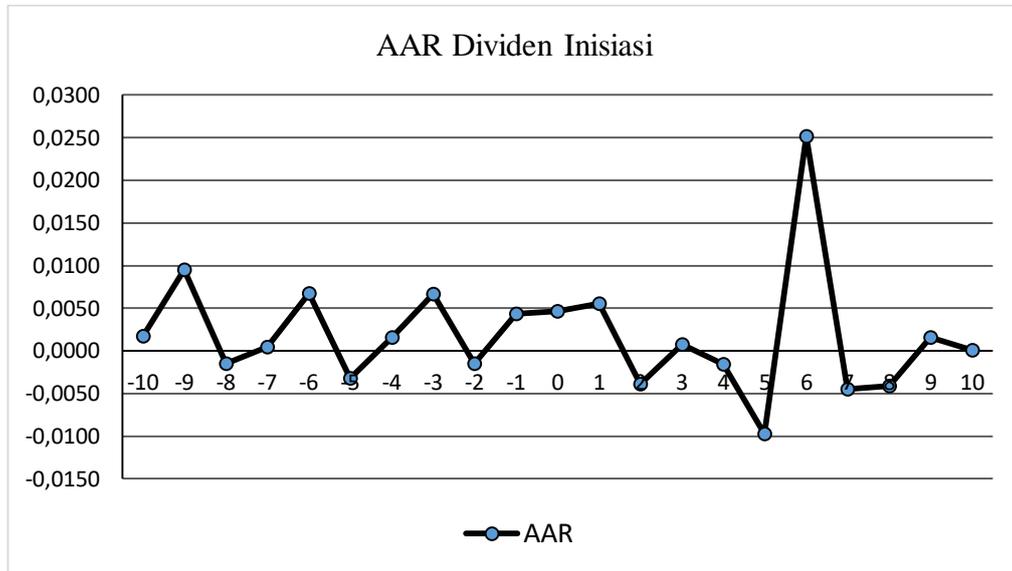
t-5	-0,0032	-0,9726	0,3343	Tidak Signifikan
t-4	0,0016	0,4110	0,6824	Tidak Signifikan
t-3	0,0067	1,0108	0,3158	Tidak Signifikan
t-2	-0,0015	-0,2278	0,8205	Tidak Signifikan
t-1	0,0044	0,7925	0,4309	Tidak Signifikan
t0	0,0047	0,9110	0,3656	Tidak Signifikan
t1	0,0056	1,1209	0,2664	Tidak Signifikan
t2	-0,0039	-0,7416	0,4610	Tidak Signifikan
t3	0,0008	0,1064	0,9156	Tidak Signifikan
t4	-0,0016	-0,2978	0,7668	Tidak Signifikan
t5	-0,0097	-0,8535	0,3965	Tidak Signifikan
t6	0,0251	1,0647	0,2909	Tidak Signifikan
t7	-0,0045	-1,3432	0,1838	Tidak Signifikan
t8	-0,0041	-1,0243	0,3094	Tidak Signifikan
t9	0,0016	0,6246	0,5344	Tidak Signifikan
t10	0,0001	0,0077	0,9939	Tidak Signifikan

Keterangan : * = signifikan pada $\alpha = 5\%$

** = signifikan pada $\alpha = 10\%$

Pada tabel di atas dapat diketahui bahwa terdapat perubahan AAR yang positif signifikan pada tingkat alpha 5% di sembilan hari sebelum tanggal RUPS (t-9) dengan AAR sebesar 0,0095 dan signifikan pada 0,0281. AAR positif signifikan juga terlihat pada t-6, yaitu enam hari sebelum tanggal

pengumuman dengan tingkat alpha 5% pada AAR 0,0067 dan signifikan di 0,0166.



GAMBAR 1.1

Grafik AAR Dividen Inisiasi

2. Reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan pengumuman dividen omisi selama periode 2007-2016.

Berikut ini adalah hasil pengujian *one sample t-test* pada reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan dividen omisi selama periode 2007-2016. Reaksi dapat dilihat dengan adanya perubahan yang signifikan pada AAR di hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman. Hasil tersebut dapat dilihat di tabel 4.5 di bawah ini :

TABEL 4.3***Uji One Sampe t-test pada Dividen Omisi***

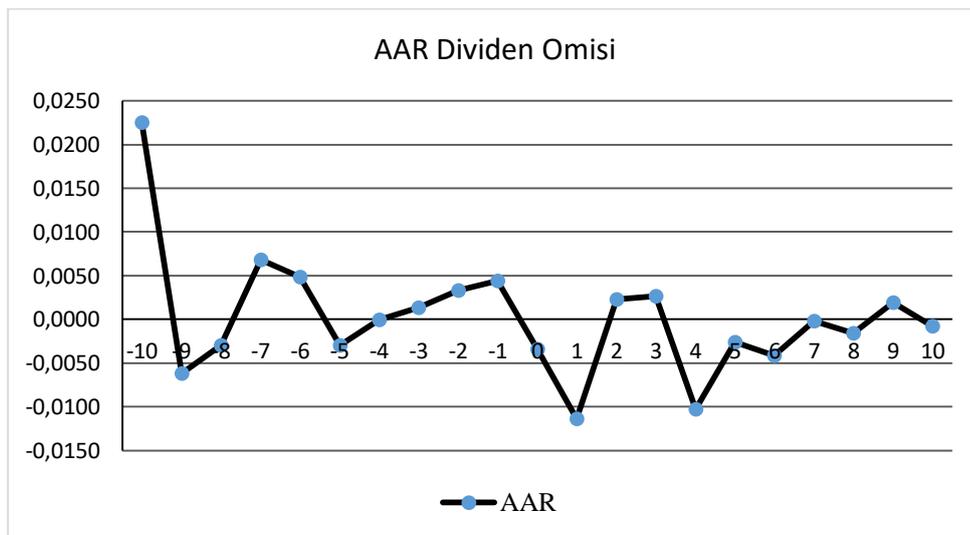
Periode	AAR	T hitung	Sig	ket
t-10	0,0225	0,8889	0,3770	Tidak Signifikan
t-9	-0,0062	-1,2399	0,2191	Tidak Signifikan
t-8	-0,0030	-0,8109	0,4201	Tidak Signifikan
t-7	0,0068	1,1604	0,2498	Tidak Signifikan
t-6	0,0049	1,3188	0,1915	Tidak Signifikan
t-5	-0,0030	-0,6349	0,5275	Tidak Signifikan
t-4	-0,0001	-0,0210	0,9833	Tidak Signifikan
t-3	0,0013	0,4330	0,6663	Tidak Signifikan
t-2	0,0033	0,5851	0,5603	Tidak Signifikan
t-1	0,0044	0,9712	0,3347	Tidak Signifikan
t0	-0,0034	-0,5907	0,5566	Tidak Signifikan
t1	-0,0114	-2,3670	0,0207	Signifikan*
t2	0,0023	0,3922	0,6961	Tidak Signifikan
t3	0,0026	0,5159	0,6075	Tidak Signifikan
t4	-0,0103	-1,7630	0,0822	Signifikan**
t5	-0,0026	-0,9849	0,3280	Tidak Signifikan
t6	-0,0042	-1,4243	0,1587	Tidak Signifikan
t7	-0,0002	-0,0598	0,9525	Tidak Signifikan
t8	-0,0016	-0,5828	0,5618	Tidak Signifikan
t9	0,0020	0,4365	0,6638	Tidak Signifikan

t10	-0,0008	-0,1903	0,8496	Tidak Signifikan
-----	---------	---------	--------	------------------

Keterangan : * = signifikan pada $\alpha = 5\%$

** = signifikan pada $\alpha = 10\%$

Pada tabel 4.5 di atas, *Average Abnormal Return* negatif signifikan muncul pada satu hari setelah pengumuman (t1) pada tingkat alpha 5% dengan AAR -0,0114 dan signifikan pada 0,0207 dan selanjutnya muncul kembali di empat hari setelah pengumuman (t4) dengan AAR -0,0103 dan signifikansi di 0,0822 pada tingkat alpha 10%.



GAMBAR 4.2.

Grafik AAR Dividen Omisi

E. Pembahasan

1. Reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan dividen inisiasi selama periode pengamatan 2007-2016.

Pada tabel 4.4 kita dapat mengetahui AAR positif signifikan muncul pada t-9 dan t-6. Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *Average Abnormal Return* pada sembilan hari sebelum tanggal pengumuman dengan tingkat alpha 5% pada AAR 0,0070 dan signifikan di 0,0857 ($0,0857 < 0,1$). AAR positif signifikan juga muncul pada enam hari sebelum tanggal pengumuman (t-6) dengan signifikan di 0,0652 pada tingkat 10% ($0,0652 < 0,1$) dan AAR di 0,0048.

Sementara untuk t0, yaitu saat peristiwa terjadi, tidak terlihat sama sekali adanya perbedaan yang signifikan terhadap AAR. Dikarenakan investor bereaksi sebelum pengumuman terjadi, yaitu pada t-9 dan t-6, maka dapat diduga bahwa telah terjadinya kebocoran informasi dari dalam perusahaan tersebut. Sebagian investor mungkin sudah mendapatkan informasi dari dalam perusahaan tentang perubahan pembayaran dividen, sehingga mereka terlebih dahulu memberikan reaksi kepada saham perusahaan tersebut. Terlebih lagi di zaman internet ini, segala informasi yang bersifat relatif rahasia apalagi yang bersifat umum mudah dan cepat tersebar diberbagai kalangan masyarakat. Secara keseluruhan, investor bereaksi positif signifikan terhadap dividen inisiasi.

Munculnya reaksi positif dari investor terhadap pengumuman dividen inisiasi ini juga sesuai dengan penjelasan *dividen signalling theory*. Teori ini menekankan bahwa setiap investor memiliki keputusan yang berbeda-beda dalam menyikapi setiap informasi yang didapat. Dalam hal ini, investor beranggapan dividen inisiasi sebagai berita positif (*good news*) karena dividen inisiasi dianggap bahwa perusahaan sedang dalam kondisi yang baik sehingga dapat membagikan dividen kepada investor.

Bird in the hand theory juga terbukti dalam penelitian ini. Teori ini menjelaskan bahwa investor lebih memilih dividen naik yang bersifat pasti dari pada keuntungan jual beli saham (*capital gain*) yang memiliki risiko lebih besar. Dikarenakan adanya reaksi AAR yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, maka hal tersebut menjelaskan bahwa *return* realitas lebih besar dari pada *return* yang diekspektasikan sehingga menyebabkan pasar bereaksi positif signifikan pada t-9 dan t-6 yang ditunjukkan dari nilai signifikan di 0,0281 ($0,0281 < 0,05$) dan 0,0166 ($0,0166 < 0,05$) secara berturut-turut.

Teori pasar efisien menjelaskan bahwa pasar akan langsung menyesuaikan harga sesuai dengan kandungan informasi-informasi yang tersebar di publik. Pada penelitian ini teori pasar efisien terbukti benar, investor menganggap dividen inisiasi yang diumumkan oleh perusahaan mengandung berita positif yang mengakibatkan investor bereaksi positif pula. Investor beranggapan bahwa apabila perusahaan memutuskan melakukan dividen inisiasi maka berarti perusahaan sedang dalam keadaan

untung sehingga pantas untuk dijadikan sebaga investasi jangka panjang. Akan tetapi, penelitian ini juga membuktikan bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong*) pada pasar saham Indonesia tidaklah tepat. Hal tersebut dikarenakan, pasar efisien bentuk setengah kuat menjelaskan bahwa pasar akan langsung bereaksi saat suatu event terjadi (t_0), akan tetapi hasil yang didapatkan justru menjelaskan jika pasar sudah bereaksi terlebih dahulu bahkan sebelum *event* (pengumuman) terjadi, yaitu pada Sembilan hari ($t-9$) dan enam hari ($t-6$) sebelum pengumuman.

Penelitian yang dilakukan oleh Sielvia (2009) tentang pengaruh dividen inisiasi terhadap *return* saham membuktikan hasil yang sama. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pasar yang dalam hal ini adalah investor akan bereaksi positif signifikan terhadap dividen inisiasi. Maka demikian, dividen inisiasi berpengaruh langsung kepada *return* saham.

2. Reaksi investor terhadap perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan dividen omisi selama periode pengamatan 2007-2016.

Hasil pengujian statistik AAR pada tabel 4.5 yang menggunakan uji *one sample t-test* menunjukkan bahwa investor bereaksi negatif signifikan terhadap perusahaan jasa yang mengumumkan dividen omisi. Hal ini terlihat pada satu hari setelah pengumuman (t_1) dengan AAR -0,0114 dan signifikan di 0,0207 ($0,02078 < 0,05$) pada tingkat alpha 5% dan empat hari setelah pengumuman (t_4) dengan AAR -0,0103 signifikan pada alpha 10%

di 0,0822 ($0,0822 < 0,1$). Investor menganggap dividen omisi sebagai berita buruk (*bad news*) sehingga pasar akan bereaksi negatif di sekitar tanggal pengumuman.

Dividend signalling theory menjelaskan bahwa investor akan bereaksi positif ataupun negatif sesuai dengan informasi yang mereka dapatkan. Dividen omisi akan dianggap oleh investor bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) sehingga tidak bisa membayar dividen.

Salah satu alasan perusahaan melakukan penghapusan dividen bisa dikarenakan perusahaan memang sedang dalam keadaan merugi (*financial distress*) atau justru sedang dalam keadaan berkembang, sehingga perusahaan membutuhkan dana lebih dan memutuskan tidak membagikan dividen kepada investor. Dalam teori pasar efisien, pasar akan langsung bereaksi terhadap sebuah informasi yang beredar di publik dan informasi ini selanjutnya akan dicerna oleh investor. Dalam hasil penelitian ini, informasi dividen omisi tersebut dianggap sebagai berita buruk (*bad news*) dan mengakibatkan investor tidak percaya dengan masa depan perusahaan. Maka, hal ini berdampak kepada munculnya *average abnormal return* yang negatif di sekitar tanggal pengumuman.

Dikarenakan perusahaan tidak membayar dividen, sesuai dengan *dividend signalling theory*, investor yang menjadikan investasi jangka panjang sebagai tujuan utama mereka melakukan investasi, perlahan-lahan

akan kembali menjual saham mereka. Kejadian tersebut berdampak kepada munculnya AAR yang negatif disekitar tanggal pengumuman.

Merujuk pada tabel 4.5, teori pasar efisien bentuk setengah kuat sekali lagi tidak berhasil dibuktikan. Pasar tidak terlihat bereaksi saat pengumuman terjadi (t_0). Meskipun demikian, satu hari setelah pengumuman terjadi, yaitu pada t_1 , pasar langsung bereaksi negatif signifikan terhadap dividen omisi. Jeda satu hari ini mungkin bisa terjadi dikarenakan investor butuh waktu untuk menyerap sebuah informasi yang sudah beredar dan memutuskan reaksi yang tepat dari informasi tersebut. Dugaan yang lain penyebab terjadinya hal tersebut bisa dikarenakan meskipun informasi sudah beredar, dan investor sudah menetapkan suatu keputusan, namun ada kemungkinan investor melakukan analisis kembali agar keputusan yang dibuat tidak mengalami kesalahan sehingga pada empat hari setelah peristiwa terjadi AAR masih dalam rentang negatif.

Sebuah penelitian yang mendukung hasil analisis ini tentang pengaruh dividen omisi terhadap reaksi pasar yang dilakukan oleh Subkhan dan Wardani (2012) yang menyimpulkan bahwa pasar akan bereaksi negatif signifikan terhadap dividen omisi. Hal ini dapat dilihat dari adanya *abnormal return* yang negatif signifikan disekitar tanggal pengumuman.