

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Saham yang Terdaftar di *Jakarta Islamic*

Index (JII)

Dalam rangka mengembangkan pasar modal syariah, PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) bersama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan indeks saham yang dibuat berdasarkan prinsip dan syariah Islam, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII) pada 3 Juli 2003. JII digunakan sebagai tolak ukur kinerja pasar saham syariah. Dengan adanya indeks JII diharapkan akan meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan pasar modal syariah dan berinvestasi secara syariah. Indeks ini terdiri dari 30 saham yang dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria tersebut disusun oleh DSN-MUI dan PT. Danareksa Investment Management. 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.

Perbedaan mendasar antara indeks saham konvensional dan indeks saham syariah adalah pada indeks konvensional seluruh saham dimasukkan tanpa memperhitungkan aspek kehalalan jenis usaha emiten penerbit saham, sehingga sah-sah saja jika suatu emiten yang menjual sahamnya di bursa memproduksi

barang atau jasa yang dilarang dalam aturan Islam. Sedangkan saham-saham yang masuk pada indeks saham syariah kriteria jenis usaha emiten tidak boleh berkaitan dengan hal-hal yang diharamkan. Selain itu ketentuan mengenai sumber modal tidak boleh mengandung riba.

Sejak diluncurkan pada tahun 2000, JII terus mengalami perkembangan, seperti terlihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1
Perkembangan Kapitalisasi dan Nilai Indeks IHSG, LQ45 & JII

Tahun	INDEKS			KAPITALISASI PASAR (Rp milyar)				
	IHSG	LQ45	JII	BEI	LQ45	%	JII	%
2000	416.32	80.65	57.94	259621.00	129545.14	49.90	74268.92	28.61
2001	392.03	80.06	61.36	239271.20	143547.13	59.99	87731.59	36.67
2002	424.94	91.98	62.17	268776.60	188348.44	70.08	92070.49	34.26
2003	691.90	151.90	102.85	460366.00	302956.66	65.81	177781.89	38.62
2004	1000.23	217.10	164.03	679949.10	452679.00	66.58	263863.34	38.81
2005	1162.83	254.35	199.75	801252.70	592272.50	73.92	395649.84	49.38
2006	1805.52	388.29	307.62	1249074.50	929283.81	74.40	620165.31	49.65
2007	2745.83	599.82	493.01	1988326.20	1381086.13	69.46	1105897.25	55.62
2008	1355.41	270.23	216.19	1076490.53	710394.70	65.99	428525.74	39.81
2009	2534.36	498.29	417.18	2019375.13	1569639.86	77.73	937919.08	46.45
2010	3703.51	661.38	532.90	3247096.78	2119963.65	65.29	1134632.00	34.94
2011	3821.99	673.51	537.03	3537294.21	2332675.26	65.95	1414983.81	40.00
2012	4316.69	735.04	594.79	4126994.93	2552252.91	61.84	1671004.24	40.49
2013	4274.18	711.14	585.11	4219020.24	2539878.32	60.20	1672099.91	39.63
2014	5053.76	861.91	686.73	5021354.62	3200729.34	63.74	2003584.71	39.90

Sumber: Statistik Pasar Modal 2014 (www.ojk.co.id)

Dari tabel 4.1 dapat dilihat kenaikan nilai indeks yang terus meningkat. Beberapa kali pertumbuhan nilai indeks JII melampaui pertumbuhan nilai indeks IHSG. Pertumbuhan nilai indeks JII per tahun 2009 tumbuh sekitar 93% sementara pertumbuhan nilai indeks IHSG dan LQ45 84%. Pertumbuhan nilai indeks JII yang pesat menunjukkan ekspektasi dan kepercayaan investor pada saham-saham syariah semakin meningkat. Dilihat dari kapitalisasi saham JII, dari sejak tahun 2000 kapitalisasi 74.268, 92 milyar rupiah saat ini tumbuh hingga

2.003.584,71 milyar rupiah atau meningkat sekitar 27 kali lipat sejak awal peluncuran indeks JII. Pertumbuhan kapitalisasi pasar saham-saham JII melampaui indeks LQ45 yang hanya 25 kali lipat dan pertumbuhan kapitalisasi BEI yang hanya 19 kali lipat sejak tahun 2000.

Jakarta Islamic Index adalah salah satu *benchmark* pasar saham syariah yang kinerjanya *outperformed* terhadap IHSG. Beberapa hal yang menjadi faktor penyebab baiknya *performance* dari indeks JII adalah, yang pertama, karena mayoritas sektor industri sahamnya adalah sektor pertambangan dan agribisnis dengan kinerja sangat baik. Maka saham-saham yang terdaftar JII relatif lebih defensif dan memiliki potensi keuntungan yang relative lebih tinggi dibandingkan sektor industri yang lain. Yang kedua, mayoritas sektor industri yang masuk dalam komponen *Jakarta Islamic Index*, prosentase pendapatannya relatif tidak memiliki unsur bunga. Seperti yang dijelaskan sebelumnya, bahwa syarat saham yang masuk dalam *list* JII disyaratkan untuk tidak memiliki pendapatan bunga dan pendapatan non-halal lainnya atau batas maksimal perolehan pendapatan dari kedua pos tersebut hanya 10% dari total pendapatan. Selain itu rasio kewajiban terhadap total ekuitas disyaratkan tidak boleh lebih dari 90% . Efek dari ketentuan ini adalah kelompok saham yang masuk dalam kategori syariah menjadi relatif lebih tahan apabila terjadi fluktuasi tingkat suku bunga pasar.

Faktor lain adalah berkaitan dengan jenis usaha dari emiten yang masuk dalam daftar JII adalah mayoritas berbasis komoditas sumber daya alam. Komoditas sumber daya alam relatif akan terus mengalami peningkatan meskipun

dalam jangka pendek terjadi fluktuasi. Sehingga potensi pendapatan saham-saham perusahaan yang bergerak di bidang sumber daya alam akan terus meningkat.

4.2. Deskripsi Hasil Penelitian

4.2.1. Pengumuman *Cum Dividen*

Pembagian dividen bisa menjadi salah satu informasi penting yang dapat mempengaruhi investor. Pembagian dividen menjadi sinyal bagi investor yang diberikan oleh manajemen perusahaan mengenai kondisi atau kinerja dan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hanya saja apakah dividen merupakan informasi yang bersifat *good news* atau *bad news* bagi investor masih diperdebatkan. Pada dasarnya perusahaan yang membagikan dividen berharap bahwa dengan pembagian dividen akan memberikan sinyal positif bagi investor. Diharapkan investor akan menilai bahwa prospek kinerja perusahaan di masa depan akan meningkat sehingga penilaian ini berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

Proses pembagian dividen sendiri terdapat 4 proses kejadian penting, yaitu tanggal pengumuman, tanggal *cum dividen*, tanggal *ex-dividend*, tanggal pencatatan (*Holder of Record Date*) dan tanggal pembayaran. Reaksi investor terhadap pembagian dividen tunai biasanya terjadi di sekitar tanggal *cum* dan *ex-dividend*.

Perusahaan yang masuk dalam kriteria populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) dan melakukan *corporate action* pembagian dividen selama periode tahun 2012 sampai 2013. Setelah proses pengumpulan data dan penyaringan sesuai kriteria populasi dan sampel,

seluruh populasi dalam penelitian ini digunakan sebagai sampel. Maka terdapat 33 perusahaan yang masuk dalam kriteria sampel. Perusahaan tersebut ada yang tetap dan ada yang keluar masuk dalam daftar JII selama periode 2012-2013. Emiten yang membagikan dividen selama periode tersebut beserta tanggal *cum* dividen disajikan dalam tabel pada lampiran 1.

4.2.2. Statistik Deskriptif Terhadap *Abnormal Return*

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai hasil pengolahan data *abnormal return* (AR), *average abnormal return* (AAR), dan *cumulative average abnormal return* (CAAR) selama periode pengamatan.

Metode perolehan *Abnormal Return* pada penelitian ini menggunakan *Market Adjusted Model* dimana *actual return* adalah perbandingan selisih harga saham perusahaan *i* pada periode ke-*t* dengan harga saham pada periode *t-1*, sedangkan *return* espektasian diperoleh dari nilai indeks pasar, karena dalam asumsi *market adjusted model* nilai indeks pasar adalah ukuran terbaik untuk menghitung *expected return*.

Average pendapatan yang diharapkan pada beberapa saham perusahaan bernilai negatif. Untuk sampel yang terdaftar pada JII tahun 2012 yang nilai *expected return*-nya negatif yaitu AALI, ADRO, AKRA, CPIN, EXCL HRUM, INCO, ITMG, LSIP, PGAS, PTBA, SMCB, TINS, TLKM, UNTR. Untuk sampel yang terdaftar pada JII tahun 2013 yang nilai *expected return*-nya negatif yaitu AALI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASII, ASRI, BSDE, HRUM, INCO, INTP, JSRM, KLBF, LSIP, MAPI, MNCN, PTBA, SMGR, TLKM, UNTR, dan WIKA. *Expected return* yang bernilai negatif pada beberapa perusahaan diatas berarti

bahwa nilai indeks JII mengalami penurunan sehingga pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*) bernilai negatif. Sebaliknya pada perusahaan selain yang telah disebutkan sebelumnya baik pada periode 2012 maupun 2013 yang nilai rata-rata *expected return*-nya bernilai positif, berarti bahwa pergerakan nilai indeks JII sebagai indeks pasar acuan mengalami peningkatan sehingga mengakibatkan pendapatan saham yang diharapkan bernilai positif. *Average expected return* (RMt) tertinggi pada tahun 2012 diperoleh saham perusahaan UNVR dan dan ANTM sebesar 0,00250. Sedangkan pada tahun 2013 *Average expected return* (RMt) tertinggi diperoleh oleh AKRA sebesar 0,00351. *Average expected return* (RMt) terendah pada tahun 2012 diperoleh saham perusahaan INCO sebesar 0,00037. Sedangkan pada tahun 2013 *Average expected return* (RMt) terendah diperoleh oleh UNTR sebesar 0,00036.

Average pengembalian aktual pada tabel 4.2 menunjukkan hasil positif pada beberapa saham emiten dan sebagian bernilai negatif. Pada sampel tahun 2012 saham yang memiliki *average actual return* negatif yaitu, AALI, AALI, ADRO, AKRA, AKRA, ASRI, HRUM, INCO, INCO, ITMG, KLBF, LSIP, PGAS, PTBA, SMCB, TINS, TLKM, UNTR, dan UNVR. Sedangkan pada tahun 2013 saham yang rata-rata nilai *return* aktualnya negatif antara lain AALI, ADRO, AKRA, ANTM, ASII, ASII, ASRI, BSDE, EXCL, HRUM, INCO, INDY, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LSIP, MAPI, MNCN, PTBA, SMGR, TLKM, UNTR, dan WIKA. Hasil rata-rata *actual return* yang negatif menunjukkan bahwa selama periode uji secara rata-rata harga saham individual cenderung mengalami penurunan. Sedangkan pada hasil yang menunjukkan rata-

rata *actual return* positif menunjukkan bahwa secara rata-rata harga saham selama periode uji cenderung mengalami peningkatan.

Tabel berikut adalah hasil perhitungan *expected return*, *actual return*, dan *abnormal return* per emiten selama periode pengamatan pada t-14 sampai t+14.

Tabel 4.2
Actual Return, Expected Return dan AAR Emiten Selama Periode Pengamatan

EMITEN	2012			EMITEN	2013		
	Avg Rt	Avg RMt	AR		Avg Rt	Avg RMt	AR
AALI	-0,00402	-0,00213	-0,00188	AALI	0,00023	-0,00120	0,00143
AALI	-0,00062	0,00085	-0,00147	AALI	-0,00097	0,00164	-0,00261
ADRO	-0,01155	-0,00292	-0,00862	ADRO	-0,01334	-0,00161	-0,01173
ADRO	0,00853	0,00159	0,00694	AKRA	-0,00278	-0,00450	0,00172
AKRA	-0,00286	-0,00111	-0,00175	AKRA	0,00948	0,00351	0,00597
AKRA	-0,00150	0,00130	-0,00280	ANTM	-0,00591	-0,00161	-0,00430
ANTM	0,00471	0,00250	0,00221	ASII	-0,00147	-0,00149	0,00002
ASII	0,00248	0,00126	0,00121	ASII	-0,00278	-0,00245	-0,00033
ASRI	-0,00449	0,00176	-0,00625	ASRI	-0,01051	-0,00110	-0,00941
CPIN	0,00567	-0,00069	0,00636	BSDE	-0,00665	-0,00258	-0,00407
EXCL	0,00398	-0,00059	0,00457	CPIN	0,00121	0,00026	0,00095
HRUM	-0,00441	-0,00080	-0,00361	EXCL	-0,00211	0,00182	-0,00393
ICBP	0,00502	0,00202	0,00300	HRUM	-0,00830	-0,00362	-0,00468
INCO	-0,00908	-0,00373	-0,00536	ICBP	0,00358	0,00215	0,00142
INCO	-0,00046	-0,00037	-0,00009	INCO	-0,00113	-0,00036	-0,00077
INDF	0,00433	0,00232	0,00201	INDF	0,00045	0,00108	-0,00064
INTP	0,00248	0,00207	0,00041	INDY	-0,00603	0,00215	-0,00818
ITMG	-0,00828	-0,00248	-0,00579	INTP	-0,00315	-0,00443	0,00128
ITMG	0,00022	-0,00068	0,00090	ITMG	-0,00521	0,00208	-0,00729
KLBF	-0,00061	0,00239	-0,00300	ITMG	0,00357	0,00052	0,00305
KRAS	0,00258	0,00176	0,00081	JSMR	-0,00078	-0,00161	0,00083
LPKR	0,00507	0,00186	0,00321	KLBF	-0,00221	-0,00430	0,00209
LSIP	-0,00138	-0,00191	0,00053	LSIP	-0,00369	-0,00362	-0,00007
PGAS	-0,00214	-0,00130	-0,00084	MAPI	-0,01209	-0,00140	-0,01069
PTBA	-0,00878	-0,00292	-0,00586	MNCN	-0,00065	-0,00061	-0,00004
SIMP	0,00193	0,00024	0,00168	PGAS	0,00083	0,00120	-0,00037
SMCB	-0,00112	-0,00224	0,00112	PTBA	-0,00534	-0,00149	-0,00385
SMCB	0,00251	0,00206	0,00044	SMGR	-0,00112	-0,00161	0,00049
SMGR	0,00441	0,00232	0,00210	TLKM	-0,00181	-0,00161	-0,00020
TINS	-0,01004	-0,00323	-0,00681	UNTR	-0,00356	-0,00036	-0,00319
TLKM	-0,00142	-0,00191	0,00049	UNTR	0,00071	0,00164	-0,00093
UNTR	-0,01334	-0,00495	-0,00840	UNVR	0,00638	0,00026	0,00611
UNTR	-0,00094	0,00085	-0,00179	WIKA	-0,00345	-0,00161	-0,00185
UNVR	0,00569	0,00250	0,00319				
UNVR	-0,00434	0,00041	-0,00476				

Sumber: Lampiran 2 & 3 (data diolah).

Pada tabel 4.3 ditunjukkan *average abnormal return* masing-masing saham emiten selama periode uji. Pada tahun 2012 saham emiten yang menunjukkan nilai *average abnormal return* negatif yaitu AALI, AALI, ADRO, AKRA, AKRA, ASRI, HRUM, INCO, INCO, ITMG, KLBF, PGAS, PTBA, TINS, UNTR, UNTR dan UNVR. Pada tahun 2013 saham emiten yang menunjukkan nilai *average abnormal return* negatif yaitu AALI, ADRO, ANTM, ASII, ASRI, BSDE, EXCL, HRUM, INCO, INDF, INDY, ITMG, LSIP, MAPI, MNCN, PGAS, PTBA, TLKM, UNTR, UNTR, dan WIKA. Hasil *average abnormal return* negatif menunjukkan bahwa rata-rata *return* aktual lebih kecil dibandingkan *return* ekpektasian.

Tabel 4.3
Average Abnormal Return Harian

PERIODE UJI	AAR	PERIODE UJI	AAR
t+14	0,00133	t-1	0,00027
t+13	0,00175	t-2	0,00393
t+12	-0,00211	t-3	-0,00337
t+11	0,00028	t-4	-0,00198
t+10	-0,00489	t-5	0,00621
t+9	0,00388	t-6	-0,00031
t+8	-0,00236	t-7	-0,00329
t+7	-0,00125	t-8	-0,00123
t+6	-0,00073	t-9	-0,00223
t+5	0,00018	t-10	0,00167
t+4	0,00099	t-11	-0,00089
t+3	-0,00629	t-12	-0,00472
t+2	-0,00729	t-13	-0,00558
t+1	-0,01206	t-14	0,00611
t+0	-0,00087		

Sumber : Lampiran 4 (data diolah)

Pada tabel 4.3 diatas menunjukkan hasil *average abnormal return* untuk seluruh sampel perusahaan pada periode pengamatan yaitu selama 14 hari sebelum dan 14 hari setelah *cum* dividen. Pada periode sebelum *cum* dividen terdapat *average abnormal return* (AAR) negatif pada t-13, t-12, t-11, t-9, t-8, t-7, t-6, t-4, dan t-3. AAR negatif juga terjadi saat dan setelah *cum* dividen yaitu pada pada t+0, t+1, t+2, t+3, t+6, t+7, t+8, t+10, dan t+12. Terlihat terjadi peningkatan *abnormal return* yang cukup besar pada t-2 dan t-1. Penurunan *abnormal return* terjadi cukup besar pada t+1, t+2 dan t+3 jika dibandingkan dengan t+0. Melihat hasil AAR pada t+1 hingga t+3 yang bernilai negatif menunjukkan terdapat reaksi negatif dari investor atas *cum* dividen.

Tabel 4.4
Cummulative average abnormal return (CAAR) Harian

PERIODE UJI	CAAR	PERIODE UJI	CAAR
t+14	-0,03483	t-1	-0,00541
t+13	-0,03616	t-2	-0,00568
t+12	-0,03792	t-3	-0,00961
t+11	-0,03581	t-4	-0,00623
t+10	-0,03609	t-5	-0,00425
t+9	-0,03120	t-6	-0,01046
t+8	-0,03509	t-7	-0,01015
t+7	-0,03272	t-8	-0,00686
t+6	-0,03147	t-9	-0,00563
t+5	-0,03074	t-10	-0,00340
t+4	-0,03092	t-11	-0,00507
t+3	-0,03192	t-12	-0,00418
t+2	-0,02563	t-13	0,00054
t+1	-0,01834	t-14	0,00611
t+0	-0,00628		

Sumber: Lampiran 5 (data diolah)

Pada tabel 4.5 tampak pergerakan CAAR pada setiap periode pengamatan. Secara keseluruhan nilai CAAR lebih banyak bernilai negatif, terutama sejak t-12 sampai t+14. CAAR bernilai positif hanya terjadi pada t-14 dan t-13. Nilai CAAR terendah terjadi pada t+12 sebesar -0,03792 dan CAAR tertinggi terjadi pada saat t+14 sebesar 0,006113.

4.3. Analisis Model dan Pengujian Hipotesis

4.3.1. Analisis *Average Abnormal Return* (AAR) Pada Pengamatan Harian

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 4.5
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

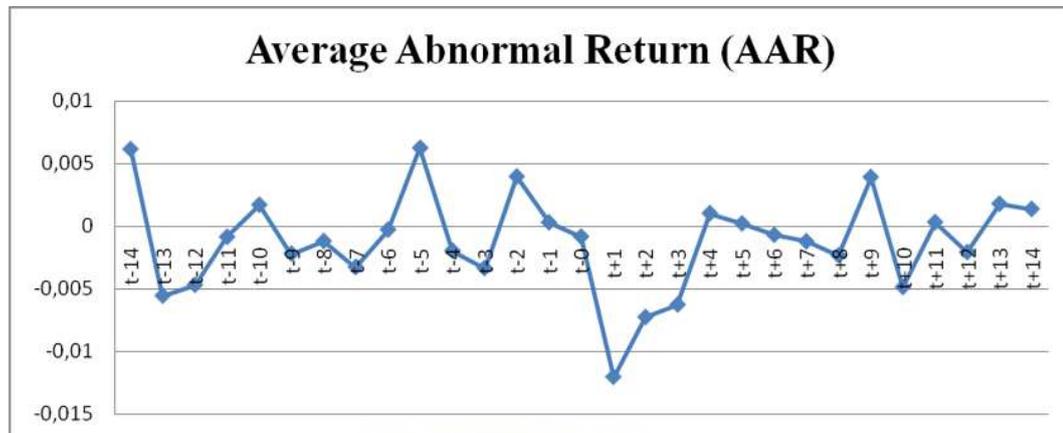
t+1	-0,01206	0,001	-3,507	H0 Ditolak
t+2	-0,00729	0,018	-2,426	H0 Ditolak
t+3	-0,00629	0,104	-1,646	H0 Diterima
t+4	0,00099	0,786	0,273	H0 Diterima
t+5	0,00018	0,946	0,068	H0 Diterima
t+6	-0,00073	0,766	-0,298	H0 Diterima
t+7	-0,00125	0,578	-0,559	H0 Diterima
t+8	-0,00236	0,415	-0,821	H0 Diterima
t+9	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 : Lampiran 6 (data diolah)

Tabel 4.6 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 diatas disajikan dalam grafik berikut:



Grafik 4.1
Average Abnormal Return Seluruh Emiten

Pada grafik 4.1 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*.

4.3.2. Analisis *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) Pada Pengamatan Harian

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

Tabel 4.6
Tabel Hasil Uji Statistik CAAR

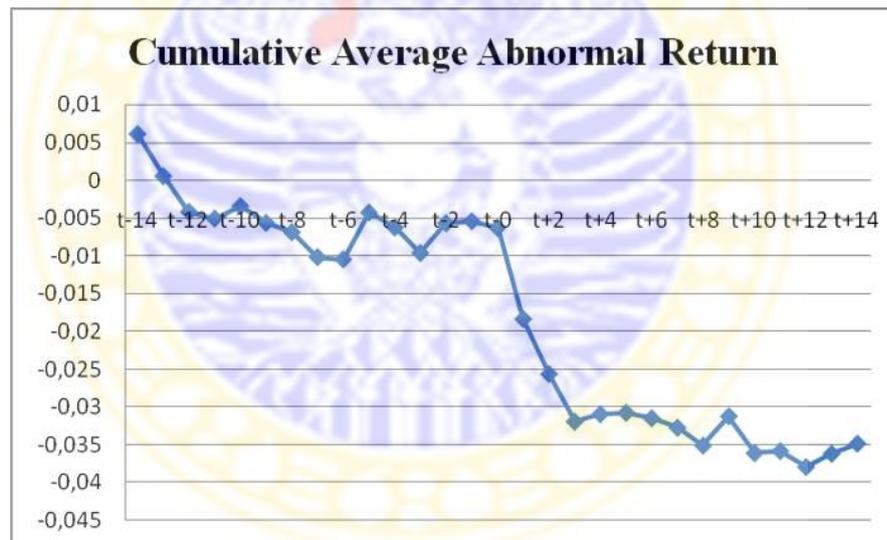
Event Period	CAAR	Test value=0		Keterangan
		Sig. (2-tailed)	T	
t-14	0,006113	0,148	1,464	H0 Diterima
t-13	0,000535	0,910	0,114	H0 Diterima
t-12	-0,004181	0,449	-0,761	H0 Diterima
t-11	-0,005068	0,379	-0,886	H0 Diterima
t-10	-0,003398	0,593	-0,537	H0 Diterima
t-9	-0,005627	0,443	-0,771	H0 Diterima
t-8	-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 : Lampiran 7

Pada tabel 4.6 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 direspon 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*.

Hasil perhitungan uji hipotesis CAAR disajikan dalam grafik berikut:



Grafik 4.2

Grafik *Cumulative Average Abnormal Return* Seluruh Emiten

Grafik 4.2 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.

4.4. Pembahasan

Informasi mengenai *cum* dividen adalah bagian dari rangkaian pembagian dividen 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.

Informasi mengenai *cum* dividen ditanggapi secara berbeda oleh investor dan terakumulasi dalam bentuk reaksi pasar. Reaksi pasar sendiri adalah akumulasi dari preferensi dan keputusan investor yang berbeda-beda atas informasi *cum dividend*. Investor yang rasional kemungkinan dalam membuat keputusan tidak hanya mempertimbangkan informasi *cum* dividen saja, namun

berbagai informasi fundamental perusahaan, isu-isu kinerja perusahaan dan kondisi ekonomi nasional juga diperhitungkan. Selain itu, ada juga investor yang mengincar *return* setinggi-tingginya dengan berspekulasi berharap akan memperoleh *capital gain* yang tinggi. Preferensi dan keputusan-keputusan investasi terakumulasi sehingga menimbulkan perubahan penawaran dan permintaan saham-saham terkait. Perubahan ini memicu perubahan harga saham yang mengakibatkan perubahan *return*.

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.

Informasi *cum* dividen telah diumumkan jauh hari sehingga informasi menyebar rata di pasar. Kemungkinan investor dapat mengantisipasi informasi ini dengan mempertimbangkan informasi lainnya. *Abnormal return* yang bernilai negatif menunjukkan penurunan harga saham selama periode penelitian. Penurunan harga saham kemungkinan disebabkan oleh preferensi investor terhadap dividen. *Abnormal return* yang signifikan sebelum tanggal pengumuman yakni pada saat AAR hari ke-13 dan ke-5 mengindikasikan telah terjadi kebocoran informasi berkaitan dengan *cum dividen*. Kebocoran informasi akan mempengaruhi sikap investor dalam menanggapi pengumuman dividen kas.

Investor yang merespon positif akan melakukan pembelian saham perusahaan. Hal ini akan menyebabkan permintaan naik dan harga saham akan ikut terpengaruh. Jika harga saham cenderung naik maka *capital gain* yang diperoleh investor juga akan ikut terpengaruh.

Pembagian dividen akan memicu naiknya permintaan saham di pasar karena investor yang menginginkan *return* berupa dividen. Naiknya permintaan akan mempengaruhi harga saham yang beredar dan akan mempengaruhi perolehan *capital gain* investor. Beberapa investor akan memperhitungkan keuntungan yang diperoleh dari dividen apakah lebih besar daripada *capital gain* yang diperoleh dari transaksi jual beli saham. Pada akhirnya aktivitas ini akan memicu fluktuasi harga-harga saham dan biasanya berakhir pada saat tanggal *cum* dividen.

Menurut asumsi *tax preference theory*, reaksi pasar negatif terjadi karena investor tidak menginginkan dividen dibagikan karena beban pajak atas dividen, selain itu diindikasikan bahwa dividen yang dibagikan lebih kecil dibandingkan *capital gain* sehingga investor lebih memilih melepas saham di pasar yang menyebabkan naiknya penawaran. Penawaran yang berlebih cenderung membuat harga saham turun dan berdampak pada turunnya *return*. Selain itu informasi terkait *cum* dividen belum dapat dipastikan dapat menambah kekayaan 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 memicu 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. Apabila informasi tadi dimasukkan dalam pertimbangan pengambilan keputusan investor tercermin dengan reaksi pasar negatif. Sehingga 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.

Jakarta Islamic Index sebagai *benchmark* pasar modal syariah di Indonesia dari hasil penelitian ini dapat dikatakan dalam kondisi efisien setengah kuat. Perubahan harga-harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh informasi masa lalu atau informasi *cum dividend*, tapi juga informasi-informasi lain yang dipublikasikan.

Dari pembahasan diatas mengenai reaksi pasar yang dilihat melalui AAR dan CAAR dapat dinyatakan bahwa:

1. Ada reaksi pasar atas informasi pengumuman *cum dividend*. Hal ini terlihat dari signifikannya nilai AAR dan CAAR pada hari setelah *event date*.
2. AAR yang sebagian besar negatif menunjukkan bahwa rata-rata *actual return* lebih kecil dibandingkan *expected return* selama periode pengamatan.
3. Ada indikasi terjadi kebocoran informasi berkaitan dengan *cum dividend* yang terlihat dari AAR yang signifikan pada hari sebelum *cum dividend date*.
4. Terjadinya reaksi pasar atas informasi *cum dividend* kemungkinan disebabkan oleh beberapa indikasi seperti kandungan informasi yang ditangkap secara berbeda oleh investor, preferensi investor terhadap dividen, dan informasi lain yang berkaitan dengan pengambilan keputusan investor.
5. Ada indikasi bahwa pasar modal syariah dalam hal ini JII berada pada kondisi efisien setengah kuat. Hal tersebut menunjukkan bahwa harga yang terbentuk bukan semata-mata dipengaruhi oleh kejadian masa lalu dan informasi *cum dividend* saja, tetapi dipengaruhi oleh faktor lain.