

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data

Data penelitian dikumpulkan dari 138 perusahaan dalam kurun waktu 5 tahun, melalui data tersebut didapat 799 pengamatan keputusan pembagian dividen. Perbedaan antara jumlah perusahaan dengan jumlah pengamatan dikarenakan dalam satu tahun terdapat beberapa perusahaan yang membagikan dividen lebih dari satu kali. Tabel dibawah merekapitulasi data pengamatan yang akan di analisis dalam peelitian ini:

Grafik 4. 1. 1 Jumlah Pengamatan



	Juml. Perusahaan	Dividen Interim	Juml. Pengamatan
2015	138	21	159
2016	137	25	162
2017	138	25	163
2018	138	28	166
2019	137	12	149

Sumber: Data yang diolah

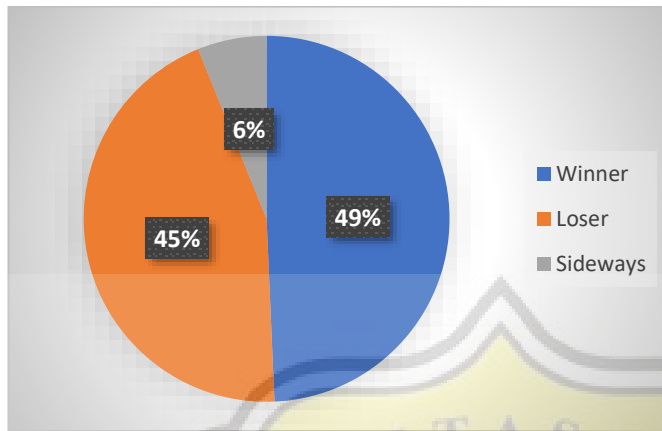
Berdasarkan tabel diatas jumlah pengamatan pembagian dividen tunai mengalami perubahan dari tahun ke tahun, sedangkan jumlah perusahaannya sama. Perubahan dalam jumlah pengamatan dikarenakan dalam satu tahun terdapat perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen tunai lebih dari satu kali. Hal ini dikarenakan untuk mencapai tujuan penelitian ini secara keseluruhan, sampel pengamatan yang telah ditentukan adalah perusahaan yang dalam waktu 5 tahun telah membagikan dividen tunai berturut-turut yang dimulai dari tahun 2015 sampai tahun 2019. Tahun 2015, HMSP dan SMSM merupakan perusahaan yang membagikan dividen tunai lebih dari 2 kali dalam satu tahun. Tahun 2016, SMSM merupakan perusahaan yang membagikan dividen tunai lebih dari 4 kali dalam satu tahun. Tahun 2018, GEMS dan SMSM merupakan perusahaan yang membagikan dividen tunai lebih dari 2 kali. Sedangkan pada tahun 2019, SMSM merupakan perusahaan yang membagikan dividen tunai lebih dari 2 kali.

Keyakinan manajemen terhadap pembagian dividen tunai dapat memberikan sinyal positif bagi perusahaan merupakan alasan mengapa perusahaan melakukan pembagian dividen lebih dari satu kali (dividen interim) dalam satu tahun. Pembagian dividen dapat memberikan sinyal positif dari momentum dan nominal dividen yang dibagikan. Dengan membagikan dividen lebih dari satu kali, maka manajemen mengharapkan dampak positif dari pembagian dividen melalui peningkatan harga saham karena penilaian kinerja perusahaan yang cukup baik. Hal sebaliknya berlaku, apabila nominal dividen yang dibagikan menurun. Hal tersebut mungkin dapat mempengaruhi harga saham perusahaan secara negatif karena perusahaan dinilai memiliki kinerja yang tidak cukup baik.

4.2 Uji Overreaction

Pengujian *overreaction* dalam rangkaian kebijakan dividen dapat diduga terjadi karena melalui pembagian dividen menyebabkan nilai buku perusahaan dapat mengalami dilusi. Meskipun nilai buku mengalami dilusi ketika proses pembagian dividen mencapai tanggal pembayaran (*payment date*) tetapi harga pasar saham cenderung menurun pada saat proses pembagian dividen mencapai telah titik *expired date*. Hal tersebut terjadi disebabkan pada saat rangkaian pembagian dividen mencapai *expired date* investor tidak akan mendapatkan hak untuk mendapat dividen. Analisis data mengenai *overreaction* dalam rangkaian kebijakan dividen dimulai dengan membagi saham ke dalam kelompok *winner* dan *loser*. Penentuan kelompok *winner loser* dimulai pada 20 hari bursa atau 4 minggu hari bursa sampai dengan hari pengumuman pembagian dividen. Diharapkan pengumuman pembagian dividen dapat memberikan dampak berupa sinyal positif bagi perusahaan yang diindikasikan dari peningkatan harga saham mulai dari *announcement date* sampai *cumulative date*. Oleh sebab itu sampel yang diambil sebagai objek penelitian adalah saham yang masuk kedalam kelompok *loser*. Hasil identifikasi terhadap saham *winner* dan *loser* dapat dilihat pada grafik dan tabel dibawah:

Grafik 4. 2. 1 Jumlah Saham Winner dan Loser



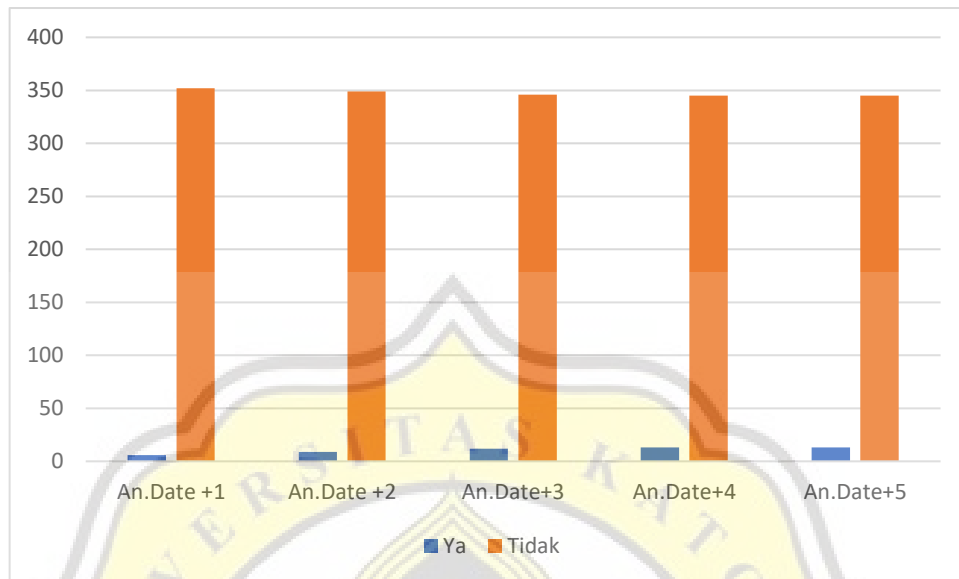
Winner	396
Loser	358
Sideways	49

Sumber: Data yang diolah

Dari total pengamatan sebanyak 799 peristiwa pembagian dividen, terdapat 396 atau 49% saham yang mengalami kenaikan dari 4 minggu sebelum *announcement date* sampai dengan *announcement date*. Sedangkan 358 atau 45% saham mengalami penurunan harga saham dan sebanyak 49 atau 6% lainnya mengalami *sideways*. Apakah hal ini menandakan bahwa pengumuman pembagian dividen berdampak positif bagi harga saham? Dampak tersebut dapat dilihat jumlah saham yang mengalami peningkatan harga atau *winner* lebih tinggi dari saham-saham yang mengalami penurunan.

Analisis awal mengenai kemungkinan terjadinya fenomena reaksi berlebihan atau *overreaction* dilakukan dengan menghitung peningkatan harga akibat dilusi nilai buku pada saat *announcement date*. Analisis dilakukan dengan menggunakan *cut poin*. *Cut poin* didapat dari harga maksimum saham sebelum *announcement date* ditambah dengan nominal dividen yang dibagikan. Jika harga naik melebihi batas tersebut maka saham terindikasi mengalami *overreaction*.

Grafik 4. 2. 2 Frekuensi pengamatan yang berpotensi *overreaction*



Hari	Reaksi Berlebihan		Total
	Ya	Tidak	
An. Date +1	6	352	358
An. Date +2	9	349	358
An. Date+3	12	346	358
An. Date+4	13	345	358
An. Date+5	13	345	358

Sumber: Data yang diolah

Hasil dari analisis reaksi berlebihan atau *overreaction* disekitar *announcement date* menunjukkan terdapat 6 pengamatan yang terindikasi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction* pada H+1 setelah *announcement date*. Jumlah pengamatan yang terindikasi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction* meningkat sampai H+4 mencapai 13 pengamatan, dengan total pengamatan yang terindikasi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction* sebanyak 23 pengamatan. Berdasarkan kecilnya jumlah saham yang terindikasi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction*, apakah hal tersebut menunjukkan

bahwa fenomena reaksi berlebihan atau *overreaction* tidak terjadi saat *announcement date*?

Untuk menguji fenomena reaksi berlebihan atau *overreaction* pada saat *announcement date*, maka dilakukan pemilahan sampel pengamatan yang mengalami penurunan harga sebelum *announcement date*. Saham-saham yang mengalami penurunan harga sebelum *announcement date* akan dikelompokkan sebagai saham *loser*. Hal ini dilakukan berdasarkan asumsi bahwa pengumuman dividen akan direspon secara positif oleh investor, sehingga aktivitas beli atau *buy* sebagai bentuk respon ketertarikan investor mendapatkan dividen akan meningkat dan menyebabkan harga saham naik. Saham-saham dalam kelompok *loser* akan dipilih mana yang berpotensi mengalami *overreaction*. *Overreaction* dapat terjadi apabila saham-saham *loser* berubah menjadi *winner* selama 5 hari setelah *announcement date* karena peningkatan harga saham. Untuk membantu mengompokkan saham yang berpotensi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction*, maka ditentukan sebuah *cut point* dari saham sebagai indikator potensi reaksi berlebihan atau *overreaction*. *Cut point* dibentuk dari titik tertinggi dari harga saham sebelum *announcement date* ditambah dengan nominal dividen yang dibagikan perusahaan. Hasil pengelompokan terhadap saham-saham *loser* yang berpotensi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction* adalah sebanyak 23 pengamatan.

Sebelum melanjutkan pengujian reaksi berlebihan atau *overreaction*, dilakukan uji normalitas untuk mengetahui apakah data yang digunakan dalam pengujian terdistribusi normal. Uji normalitas yang digunakan adalah uji normalitas

Shapiro-Wilk. Berikut adalah hasil uji normalitas *Shapiro-Wilk* ACAR saham *loser* yang terindikasi memiliki potensi *overreaction*:

Tabel 4. 2. 7 Uji Normalitas ACAR Saham Loser di Sekitar Announcement Date

		Tests of Normality					
		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	KELOMPOK	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ACAR_LOSER_	SEBELUM	.119	23	.200*	.952	23	.319
OVER	SESUDAH	.202	23	.016	.862	23	.004

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi pada uji *Shapiro-Wilk* pada sampel ACAR sesudah *announcement date* yaitu 0.004 dimana angka ini kurang dari nilai $p > 5\%$, maka berdasarkan uji normalitas *Shapiro-Wilk* data tidak terdistribusi normal. Oleh karena itu, pengujian reaksi berlebihan atau *overreaction* akan menggunakan uji *Mann-Whitney*. Pengujian reaksi berlebihan atau *overreaction* dilakukan dengan membandingkan *average cumulative abnormal return* sebelum *announcement date* dengan periode 5 hari sesudah *announcement date*, hasil pengujian didapat sebagai berikut:

Tabel 4. 2. 8 Deskripsi Data ACAR Saham Berpotensi Loser di Sekitar Announcement Date

		Ranks		
	KELOMPOK	N	Mean Rank	Sum of Ranks
ACAR_LOSER_OVER	SEBELUM	23	16.39	377.00
	SESUDAH	23	30.61	704.00
	Total	46		

Tabel di atas memberikan gambaran bahwa nilai rerata ACAR dari saham-saham *loser* yang berpotensi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction* sesudah *announcement date* lebih besar dibandingkan nilai rerata ACAR dari saham-saham *loser* yang berpotensi mengalami reaksi berlebihan atau *overreaction* sebelum *announcement date*. Hal tersebut dikarenakan pengkondisian dalam proses pengambilan sampel pengamatan yang memilah saham-saham *loser* pada H-20 sebelum *announcement date* yang berpotensi mengalami pembalikan arah dan menjadi *winner* setelah *announcement date*. Pengujian selanjutnya adalah mengenai nilai signifikansi dari perbedaan saham-saham *loser* periode H-20 sebelum *announcement date* dengan saham-saham *loser* pada H+5 setelah *announcement date* yang dapat dilihat dalam tabel dibawah ini:

Tabel 4. 2. 9 Uji Mann-Whitney ACAR Saham Berpotensi Loser di Sekitar Announcement Date

Test Statistics ^a	
	ACAR_LOSER_ OVER
Mann-Whitney U	101.000
Wilcoxon W	377.000
Z	-3.592
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Grouping Variable: KELOMPOK

Berdasarkan tabel diatas, nilai *asymp. Sig (2-tailed)* menunjukkan nilai 0,000 < 0,05 dan nilai Z 3,592 > 1,96. Hal tersebut menandakan bahwa terdapat perbedaan antara nilai *average cumulative abnormal return* selama periode 20 hari sebelum *announcement date* dengan periode 5 hari setelah *announcement date*. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa saham-saham *loser* pada periode H-20

announcement date akan mengalami pembalikan arah menjadi saham *winner* pada periode H+5 setelah *announcement date*. Hal tersebut didukung oleh pengujian yang dilakukan pada keseluruhan saham *loser* yang terdiri dari 358 sampel yang dapat dilihat pada tabel dibawah:

Tabel 4. 2. 10 Deskripsi Data ACAR Saham Loser di Sekitar Announcement Date

Ranks

	KELOMPOK	N	Mean Rank	Sum of Ranks
ACAR_LOSER	SEBELUM	358	310.68	111225.00
	SESUDAH	358	406.32	145461.00
	Total	716		

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan rata-rata ACAR saham *loser* sebelum dan sesudah *announcement date*. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa rata-rata ACAR saham *loser* secara keseluruhan sesudah *announcement date* lebih tinggi dari rata-rata ACAR saham *loser* secara keseluruhan sebelum *announcement date*. Pengujian dilakukan dengan mencari nilai signifikansi dari perbedaan saham-saham *loser* secara keseluruhan sebelum dan sesudah *announcement date*.

Tabel 4. 2. 11 Uji Mann-Whitney Saham Loser di Sekitar Announcement Date

Test Statistics^a

	ACAR_LOSER
Mann-Whitney U	46964.000
Wilcoxon W	111225.000
Z	-6.186
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Grouping Variable: KELOMPOK

Sesuai dengan hasil pengujian sebelumnya pada sampel saham *loser* yang memiliki potensi reaksi berlebihan atau *overreaction*. Pengujian pada saham *loser* secara keseluruhan memberikan hasil nilai *asympt, sig (2-tailed)* dengan nilai $0,000 < 0,05$ dan nilai $Z\ 6,186 > 1,96$. Hal tersebut menandakan bahwa terdapat perbedaan nilai *average cumulative abnormal return* selama periode 20 hari sebelum *announcement date* dengan *average cumulative abnormal return* periode 5 hari setelah *announcement date* pada keseluruhan saham *loser*.

Berdasarkan hasil uji *man-whitney* untuk kelompok saham *loser* yang mengalami *overreaction* maupun kelompok saham *loser* secara keseluruhan mengalami peningkatan *abnormal return* setelah *announcement date* dividen tunai. Untuk saham yang mengalami *overreaction*, peningkatan *abnormal return* mencapai *abnormal return* positif sedangkan untuk yang tidak mengalami *overreaction* mengalami peningkatan *abnormal return* walaupun tidak menembus *abnormal return* positif.

Tabel 4. 2. 12 Saham Loser yang Terindikasi Overreaction

Hari	Reaksi Berlebihan		Total
	Ya	Tidak	
An.Date +1	6	352	358
An.Date +2	9	349	358
An. Date+3	12	346	358
An. Date+4	13	345	358
An. Date+5	13	345	358

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan jumlah saham yang mengalami peningkatan *abnormal return* mencapai nilai positif melalui *announcement date* dividen tunai. Dari total 358 saham *loser* yang diuji, hanya terdapat total 23 saham

yang mengalami *overreaction* dalam waktu 5 tahun. Hal tersebut menunjukkan bahwa *announcement date* dividen tunai memiliki muatan informasi yang positif dan merespon secara efektif oleh para investor, sehingga saham yang mengalami *overreaction* berada dalam jumlah kecil.

Pada 23 saham *loser* yang mengalami *overreaction*, peristiwa *overreaction* terjadi secara beragam pada setiap sahamnya. Apabila dikelompokkan, peristiwa *overreaction* dibagi dalam kecepatan respon investor yang mengakibatkan perubahan harga secara tidak wajar dan menyebabkan *abnormal return* positif dan juga berapa lama *overreaction* pada saham tersebut terjadi. Pada kecepatan respon investor akan muatan informasi dari *announcement date*, *overreaction* terjadi pada H+1 setelah *announcement date* dilihat dari adanya *abnormal return* positif pada H+1. Sedangkan kelompok lainnya *abnormal return* positif dilihat pada H+2 sampai dengan H+5. Untuk lama peristiwa *overreaction* sendiri dibagi menjadi 2 kelompok. Kelompok pertama adalah saham-saham *loser* yang mengalami pembalikan dengan *abnormal return* positif selama 1 hari yang kemudian diikuti *abnormal return* negatif di hari berikutnya. Untuk kelompok berikutnya adalah saham-saham *loser* yang mengalami pembalikan dengan *abnormal return* positif melebihi 1 hari yang kemudian diikuti dengan *abnormal return* negatif.