

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN KENAIKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR INDONESIA

Ibrahim

UPN Veteran Yogyakarta; Email: ibrahim_upn@yahoo.com

Abstract

The Purpose of this research was to test dividend informational content forward market reaction, and to test the variables of corporate specific characteristics that influence market reaction. This study compare market reactions to dividend announcements of Manufacture Firm. The analysis uses data from 25 Manufacture Firms during the period 2003-2007. This research employed event study method to analyse market reaction and regression analysis to tests the influence of the variables of corporate specific characteristics. The empirical result indicate that dividend announcement convey information to the market. This means that investors in Indonesia Stock Exchange use information of the announcement of the change of dividend payment to executive dicision making. Other result of the study show that the sixe of company has positive influence toward magnitude of market reaction (abnormal return). It has long been known that announcements of unexpected changes in dividend payments provide information affecting the market values of the companies making the change.

Keywords : Forward market reaction, dividend, Abnormal return.

1. PENDAHULUAN

Peningkatan jumlah emiten di pasar modal tidak lepas dari campur tangan pemerintah dalam membuat kebijakan. Banyak kebijakan yang mendorong perkembangan pasar modal di Indonesia antara lain kebijakan yang menyederhanakan proses penerbitan sekuritas bagi perusahaan yang ingin *go public* serta membuka kesempatan yang luas bagi investor asing dengan adanya saham untuk tunjuk dan membuka kesempatan bagi perusahaan baru

yang belum memiliki laba untuk mencari modal di Bursa Efek Indonesia, menyebabkan pertumbuhan yang pesat di BEI.

Keberhasilan pengembangan pasar modal dapat tercapai jika pasar modal dapat bekerja secara efisien, hal ini perlu dikaji secara terus menerus karena dengan pengembangan pasar modal akan semakin meningkatkan kepercayaan para investor domestik maupun luar negeri dalam melakukan investasi di pasar modal. Sumbangan positif yang

Alamat korespondensi:

Fakultas Ekonomi UPN Veteran; Jalan SWK 104 Condongcatur, Yogyakarta

diharapkan dalam pengembangan pasar modal diantaranya adalah berbagi kebijakan pemerintah yang pada gilirannya dapat meningkatkan peran Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam menghimpun dana dari masyarakat.

Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Sebagai lembaga perantara pasar modal penting dalam menunjang perekonomian karena pasar dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien bagi investor pasar modal merupakan alternative investasi yang memberikan *return* yang optimal. Untuk itu seorang investor membutuhkan informasi yang dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusan.

Informasi mengenai perkembangan harga saham dan volume perdagangan maupun informasi lain menjadi pedoman dalam membuat keputusan. Ketersediaan informasi yang lengkap menyebabkan investor akan mudah menentukan keputusan. Banyak informasi yang diberikan oleh perusahaan, baik informasi laporan keuangan maupun pengumuman lain seperti pengumuman dividen, pengumuman *right issue*, *stock splits* maupun informasi lainnya, informasi seperti ini akan tercermin pada perubahan harga saham disekitar peristiwa itu.

Sebelum terjadi krisis pada bulan Juli 1997 perkembangan pasar modal mengalami pertumbuhan yang pesat, namun setelah krisis financial mulai memukul Indonesia pada akhir tahun 1997, pasar modal pun merasakan pengaruhnya. IHSG (yang merupakan cerminan seluruh harga saham yang terdaftar di BEI) turun dari 637 pada tahun 1996 menjadi hanya 398 pada tahun 1998 (pada waktu krisis mencapai puncaknya), dan mulai bangkit kembali pada tahun 2003. Jumlah lembar saham yang tercatat meningkat sangat besar pada waktu krisis karena banyak perusahaan yang harus menerbitkan saham baru dalam jumlah lembar yang sangat besar (karena harga saham jatuh) untuk menutup kerugian yang sangat besar (terutama sektor perbankan dan properti). Kalau pada tahun 2004 jumlah saham yang terdaftar menurun cukup besar, maka hal tersebut disebabkan karena banyak perusahaan yang melakukan *reverse split* (misal dari 10 lembar saham menjadi 1 lembar saham). Beberapa bank melakukan *reverse split* pada tahun 2004.

Model harga saham dengan pertumbuhan konstan menunjukkan bahwa pembayaran dividen yang lebih besar cenderung akan meningkatkan harga saham yang berarti meningkatnya nilai perusahaan. Namun demikian, pembayaran yang semakin besar akan dapat mengurangi kemampuan perusahaan dalam investasi, sehingga akan berpotensi menurunkan harga saham perusahaan. Dalam kenyataan di pasar sering terjadi bahwa pembayaran dividen meningkat selalu diikuti dengan kenaikan harga saham, sedangkan penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham.

Modigliani dan Miller (1961), menyatakan bahwa pasar akan bereaksi terhadap sinyal yang diberikan oleh manajemen. Reaksi positif akan terjadi apabila informasi dalam pengumuman dividen tersebut menimbulkan respon pasar atas harapan tingkat keuntungan yang lebih besar dimasa mendatang. Sebaliknya, akan menimbulkan reaksi negative apabila informasi dalam pengumuman dividen tersebut menimbulkan respon pasar atas keuntungan yang lebih rendah dimasa mendatang. Kinerja perusahaan dianggap membaik apabila perusahaan mampu membayar dividen sebesar yang dijanjikan atau perusahaan dapat membayar lebih tinggi yang diharapkan pemegang saham. Hampir semua perusahaan yang melakukan pembayaran dividen memberikan berbagai sinyal tentang prospek dimasa yang akan datang. Pelaku pasar yang kurang cangguh akan menerima informasi peningkatan dividen begitu saja sebagai sinyal yang baik tanpa menganalisisnya lebih lanjut dan harga sekuritas akan mencerminkan informasi kabar baik ini secara penuh. Secara divinis, ini berarti pasar sudah efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Sebaliknya, pelaku pasar yang cangguh tidak mudah dibodohi oleh emiten. Pelaku pasar yang cangguh akan menganalisis informasi dari peningkatan dividen lebih lanjut untuk menentukan apakah benar informasi tersebut merupakan sinyal yang valid dan dapat dipercaya. Artinya investor akan menganalisis apakah pengumuman dividen meningkat tersebut diumumkan oleh perusahaan yang berprospek atau tidak. jika diumumkan oleh perusahaan yang berprospek, maka sinyal ini valid atau bernilai ekonomis, sedangkan jika diumumkan oleh perusahaan yang tidak berprospek maka sinyal tersebut tidak valid atau tidak memiliki nilai

ekonomis, karena pembayaran dividen membutuhkan *cost* tinggi hanya perusahaan yang berprospek yang dapat melakukannya. Oleh karena itu investor yang canggih akan bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat dari perusahaan yang berprospek dan akan bereaksi negative terhadap pengumuman dividen meningkat dari perusahaan yang tidak berprospek.

Aharony dan Swary (1980), menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini terlihat bahwa pasar menyerap informasi dengan cepat. Aharony dan Swary menggunakan sampel dividen kuartalan 149 perusahaan industri yang tercatat di New York Stock Exchange (NYSE) 1963-1976, dan dengan menggunakan indeks pasar S dan P, mereka menghitung *abnormal return* selama 10 hari disekitar tanggal pengumuman dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar bereaksi dalam interval waktu 2 hari, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari pada pengumuman dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi, dan pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini yang terlihat bahwa pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat.

Woolridge (1982), telah meneliti dengan menggunakan 376 pengumuman dividen dari tahun 1971 hingga 1976, hasilnya mendukung bahwa pasar bereaksi terhadap perubahan positif dan negative dari nilai dividen secara cepat dalam waktu sehari setelah pengumuman dividen.

Sementara itu Healy dan Palepu (1988), dengan meneliti 131 perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya, dan 172 perusahaan yang tidak membayar dividen yang pertama kalinya, menemukan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi bagi pasar.

Dhillon dan Johnson (1994) meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan *dividend pay out*. Ghosh dan woolridge (1988) meneliti reaksi pasar terhadap pemotongan dividen (*dividend cut*) maupun pengumuman penghapusan dividen (*dividend omission*). Dari semua hasil penelitian di atas menemukan bukti adanya kandungan informasi dividen.

Di Indonesia, penelitian mengenai kandungan informasi dividen dilakukan diantaranya oleh Amsari

(1993), Soetjipto (1997), Indah Patmawati (1999), Sudjoko (1999), dan Sugeng (2000) dengan hasil yang belum konsisten Indah Patmawati dan Sudjoko dari hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi, sementara penelitian yang dilakukan oleh Amsari, Soetjipto dan Sugeng tidak menemukan bukti adanya kandungan informasi dividen.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengumuman dividen meningkat berpengaruh terhadap *abnormal return* dan apakah *abnormal return* dipengaruhi oleh persentase peningkatan dividen, ukuran perusahaan, kinerja saham, dan risiko saham.

Teori Signaling Hypothesis

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya, penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tapi Merton Miller dan Franco Modigliani berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dimasa mendatang. Teori ini sulit dibuktikan secara empiris, adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan oleh sinyal dan preferensi terhadap dividen. (Lukas Setia Atmaja 2003: 287)

Teori Clientele Effect

Teori ini menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu

membutuhkan uang saat ini lebih suka jika perusahaan menanam sebagian laba bersih perusahaan. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari "clientele" ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek "clientele" ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka (Lukas Setia Atmaja 2003: 288).

Even Study

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Study ini biasanya dilakukan pengujian kandungan informasi atas suatu pengumuman yang dipublikasikan dan pengujian tingkat efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman.

Jika suatu pengumuman yang dipublikasikan mengandung kandungan informasi (*informational content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Jika suatu pengumuman ternyata memberi *abnormal return* berarti bahwa suatu pengumuman tersebut mengandung informasi. Dan jika pengumuman itu bereaksi secara cepat berarti pasar modal dapat dikatakan efisien secara informasi dalam bentuk setengah kuat. Dan jika suatu pengumuman memberikan *abnormal return* dan bereaksi secara lama serta berkepanjangan maka pasar dapat dikatakan tidak efisien. Jika suatu pengumuman tidak memberikan *abnormal return*, pasar modal dapat dikatakan efisien secara informal.

Abnormal Return (*return tidak normal*)

Return tidak normal (abnormal return) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* tidak normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Selain itu *return* pasar juga dianggap sebagai *return* normal sehingga merupakan pengurangan bagi *return actual* untuk menghasilkan *return* tidak normal (Bamber Cheon, 1995 dalam Bandi dan Hartono, 2000). Perubahan harga

merefleksikan perubahan kepercayaan rata-rata pasar secara agregat untuk melihat reaksi pasar saham atas suatu *event* dapat dianalisis dengan mengamati variabilitas *return* saham (*security return variability*) yang dihitung dari *abnormal return* suatu perusahaan dibagi varian *abnormal return*.

Abnormal return umumnya menjadi fokus dalam studi peristiwa yang mengamati raksi harga atau efisiensi pasar. Dengan demikian hipotesis penelitian dapat dirumuskan:

H1 : *Abnormal Return* bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen.

H2 : Persentase kenaikan dividen, Ukuran perusahaan, Kinerja saham, dan Risiko saham mempunyai pengaruh terhadap *Abnormal Return*.

2. METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode studi peristiwa (*event study*) dengan periode pengamatan 10 ($t = -10$) sebelum pengumuman dividen sampai dengan sepuluh hari ($t = 10$) setelah pengumuman dividen. Studi ini mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa dan menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi disekitar pengumuman suatu peristiwa.

Secara garis besar penelitian ini melakukan pengujian hipotesis yang pertama tentang reaksi pasar terhadap adanya pengumuman dividen meningkat dengan sampel perusahaan-perusahaan yang sesuai kriteria peneliti. Untuk menguji hipotesis tersebut digunakan uji beda rata-rata: *one sample t-test* sedangkan model yang digunakan untuk perhitungan *abnormal return* adalah *market model*.

Untuk pengujian hipotesis yang kedua uji *t* dilakukan dengan menggunakan suatu model regresi berganda. Model ini digunakan untuk menguji pola hubungan antara *abnormal return* yang diperoleh di sekitar tanggal kejadian dengan variabel-variabel karakteristik perusahaan yaitu persentase kenaikan dividen, ukuran perusahaan, kinerja saham, dan risiko saham.

Dari penelitian ini diharapkan terjawab permasalahan apakah pasar pada Bursa Efek Indonesia bereaksi terhadap adanya pengumuman dividen

meningkat. Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah *event* tersebut mengandung informasi yang dijadikan dasar bagi pemegang saham untuk mengambil keputusan.

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan melakukan pengumuman dividen meningkat dari tahun 2003 – 2007.

Metode pengambilan sampel dengan menggunakan purposive sampling yaitu pengambilan sampel yang bersifat tidak acak dan dipilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan atau kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria yang diterapkan dalam pengambilan sampel adalah:

- 1) Perusahaan mengumumkan pembayaran dividen meningkat selama periode 2003 – 2006. Untuk membandingkan meningkat atau tidak dengan membandingkan nilai dividen tahun pengamatan dengan tahun sebelumnya.
- 2) Perusahaan tidak melakukan pengumuman lainnya selama periode peristiwa, seperti : *stock dividend*, *stock split*, *right issue*. Hal ini dilakukan untuk mengurangi efek pengganggu yang dimungkinkan dapat mengurangi validitas penelitian.

Perusahaan manufaktur yang melakukan pengumuman dividen periode tahun 2003-2007 terdapat 88 perusahaan. Dengan adanya purposive sampling sehingga di dapat 30 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat dan tidak mengumumkan *stock split*, *stock dividend an right issue*. Sedangkan 58 perusahaan lainnya tidak memenuhi kriteria pengambilan sampel atau tidak adanya kelengkapan data.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Return Sesungguhnya

Menghitung *return* saham harian individual (R_{it}).

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it} = Return saham i pada periode t

P_{it} = Harga saham i pada periode t

P_{it-1} = Harga saham i pada periode t-1

Return Pasar

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Menghitung *return* pasar harian

R_{mt} = Return pasar harian perusahaan i pada waktu t

$IHS G_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan perusahaan i pada waktu t

$IHS G_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan perusahaan i pada waktu t-1

Expected Return

Menghitung *ekpected return* dari periode pengamatan

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta \cdot R_{mt} + e_i$$

α = Intersep untuk sekuritas i

β = Koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas i

e_i = Kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan 0.

Abnormal Return

Abnormal Return selama periode pengamatan

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} = *Abnormal Return* saham i pada periode t

R_{it} = *Return Realisasi* saham i pada periode t (pengamatan)

$E(R_{it})$ = *Return Ekpektasi* saham i pada periode t

Menghitung rata-rata *abnormal return* perhari selama periode pengamatan

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum AR_{it}$$

AAR_t = Average Abnormal Return perhari periode pengamatan

Menghitung *Cumulative Abnormal Return* selama *event period*:

$$CAAR_t = \sum_{t=-10}^{t=+10} AAR_t$$

AR_{it} = Abnormal Return saham i pada periode t

$CAAR_t$ = Cumulative abnormal return

Pengujian Statistik (t-test), one sample t-test

Pengujian statistik (t-test) terhadap average *abnormal return* pada event period untuk melihat signifikansi *average abnormal return* tersebut. Tingkat keyakinan dalam penelitian ini adalah 0,95 atau $\alpha = 0,05$. Pengujian tersebut akan dilakukan dengan menggunakan software SPSS for windows.

$SAR_{i,t}$ diartikan sebagai nilai t-hitung untuk masing-masing *abnormal return* sekuritas i pada hari ke t sedangkan $SAAR_t$ merupakan nilai t hitung untuk average *abnormal return* pada hari t selama *event period*.

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE_i}$$

$$SAAR_t = \frac{1}{\sqrt{k}} \sum SAR_{i,t}$$

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_{i,t} - \hat{R}_{i,t})^2}{T - 2}}$$

Keterangan :

KSE = Kesalahan Standar Estimasi

T = Periode Estimasi

K = Jumlah Sekuritas

Dari pengujian hipotesis pertama dapat diformulasikan sebagai berikut:

H_0 : $AR = 0$ *Abnormal Return* tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen.

H_a : $AR \neq 0$ *Abnormal Return* bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen.

Persentase kenaikan dividen

Merupakan merupakan proksi dari informasi content dari perubahan dividen. Perubahan yang lebih besar dalam kebijakan dividen diasumsikan mengandung lebih banyak informasi. Besarnya dihitung dari persentase selisih antara dividen yang dibayarkan pada *event* yang diamati dengan dividen yang dibayarkan periode sebelumnya.

Ukuran Perusahaan (size)

Diproksi dari total asset suatu perusahaan. Dengan demikian diperkirakan perusahaan besar akan menarik minat para investor.

Kinerja Harga Saham (Cumulative Return Movement/CARM)

Merupakan pergerakan harga saham selama periode estimasi. Besarnya ditentukan dengan mencari kumulatif *return* yang terjadi selama periode estimasi.

Risiko saham

Merupakan interpretasi kinerja saham pada masa yang akan datang yang diukur dengan market model beta.

Tahap penelitian selanjutnya dilakukan untuk menguji hipotesis kedua berkaitan dengan pola hubungan antara variabel-variabel *karakteristik* yaitu persentase kenaikan dividen, ukuran perusahaan, kinerja harga saham, dan risiko saham dengan *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham dalam kenaikan dividen dengan Analisis Regresi Linier Berganda.

3. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen

Pengujian hipotesis apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen dengan melakukan uji t untuk satu sample (*one sample t-test*). Pengujian hipotesis ini dimaksudkan untuk melihat apakah terjadi reaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen

Tabel 1 disajikan ringkasan hasil pengujian terhadap hipotesis pertama dengan menggunakan uji t di sekitar tanggal pengumuman kenaikan pembayaran dividen yaitu 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah tanggal pengumuman kenaikan pembayaran dividen.

Tabel.1
Hasil pengujian *Abnormal Return*

PERIODE	SAAR			sig
	AAR	CAAR	(t – hitung)	
t-10	1,5E-05	1,48E-05	0,006	0,995
t-9	-0,0021	-0,0021	-0,769	0,444
t-8	0,00078	-0,00133	0,262	0,794
t-7	0,004	0,002674	1,298	0,198
t-6	0,00018	0,002859	0,058	0,954
t-5	0,00242	0,005274	0,576	0,566
t-4	-0,0042	0,001034	-0,723	0,472
t-3	0,00113	0,002165	0,178	0,859
t-2	0,00047	0,002631	0,159	0,874
t-1	-0,0081	-0,0055	-1,332	0,187
t-0*	-0,006	-0,01147	-3,009	0,004
t+1	0,00443	-0,00704	1,265	0,21
t+2	0,00186	-0,00518	0,303	0,763
t+3	-0,0086	-0,01381	-0,63	0,53
t+4	-0,0028	-0,01662	-0,714	0,477
t+5	-0,0047	-0,02129	-0,629	0,531
t+6	-0,0127	-0,03398	-0,95	0,345
t+7	-0,0379	-0,07186	-1,75	0,084
t+8	0,00129	-0,07057	0,306	0,761
t+9	0,00326	-0,06731	0,805	0,423
t+10	-0,0009	-0,06818	-0,018	0,986

Sumber : hasil olah data

Tanda * menunjukkan signifikan

Pada tanggal pengumuman kenaikan pembayaran dividen (t-0) muncul *abnormal return* negative yang signifikan hal ini berarti hipotesis nol ditolak bahwa *abnormal return* tidak bereaksi ditolak.

Hasil uji *Abnormal Return*

Hasil perhitungan abnormal return selama periode peristiwa (*event period*), menunjukkan ada pergerakan yang positif dan negatif, abnormal return positif mengidentifikasi bahwa *actual return* saham tersebut selama periode peristiwa lebih besar nilainya dibandingkan dengan ekspektasi atau *expected return* yang diprediksikan para investor, sedangkan abnormal return negatif mengidentifikasi bahwa *actual return* saham tersebut selama periode peristiwa lebih kecil dibandingkan dengan ekspektasi atau *expected return* yang diprediksikan oleh para investor. Secara keseluruhan rata-rata abnormal return yang bernilai positif dan negatif selama periode peristiwa yaitu 21 hari hampir seimbang, 10 hari bernilai negatif dan 11 hari bernilai positif.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa *Average abnormal return* muncul pada 21 hari perdagangan selama *event period* tetapi tidak semuanya signifikan. *Average Abnormal return* ternyata muncul dengan dua arah yang berbeda yaitu positif dan negative tetapi yang paling banyak muncul adalah *abnormal return* positif. Pada tanggal pengumuman kenaikan pembayaran dividen muncul *abnormal return* negative yang signifikan hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham atau pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen. Reaksi pemegang saham yang negatif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen kemungkinan disebabkan oleh pemegang saham menganggap bahwa perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki prospek yang baik untuk masa yang akan datang. Akibatnya para pemegang saham akan menganggap bahwa kenaikan dividen yang dibayarkan merupakan kabar buruk.

Dilihat dari nilai CAAR pada hari terakhir perdagangan diperoleh CAAR yang negatif yaitu sebesar -0,000870 dan tidak signifikan maka dapat disimpulkan bahwa adanya pengumuman pembayaran dividen meningkat berpengaruh negatif, artinya belum tentu dengan pengumuman kenaikan dividen akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Karakteristik perusahaan dan pengaruhnya terhadap *abnormal return*

Analisis berikutnya adalah pada pengujian hipotesis kedua yang menguji variabel-variabel karakteristik perusahaan yaitu persentase peningkatan dividen, ukuran perusahaan, kinerja harga saham, risiko saham berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return*.

Regresi Linier Berganda

Hasil perhitungan analisis regresi untuk model yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada tabel 2.

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t hitung	Probabilitas
Konstanta	-0,035	-1,351	0,181
Persentase kenaikan dividen (X1)	7,09E-006	2,401	0,019
SIZE (X2)	0,001	1,088	0,280
Kinerja saham (X3)	0,017	2,375	0,020
Risiko saham (X4)	0,005	1,100	0,275
	= 0,181		
Adjusted	= 0,137		
N	= 80		
Sig	= 0,004		
F	= 4,138		

Sumber : hasil olah data regresi linier berganda

Dari model analisis yang diajukan, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = -0,035 + 7,09E-006 X_1 + 0,001 X_2 + 0,017 X_3 + 0,005 X_4$$

Hasil regresi berganda yang dilakukan terhadap seluruh perusahaan yang menjadi obyek penelitian, diketahui nilai R-Square sebesar 0,181 atau sebesar 18,1 % artinya secara keseluruhan variabel bebas hanya dapat menjelaskan perubahan *abnormal return* sebesar 18,1 % sedangkan sisanya sebesar 81,9% dijelaskan oleh variable lain yang tidak terliput dalam model ini.

Dari hasil uji F dapat dianalisis bahwa secara keseluruhan dari koefisien variabel bebas yaitu persentase kenaikan dividen, ukuran perusahaan, kinerja saham, dan risiko saham mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* karena $F_{\text{signif}} = 0,004 < \alpha 5\%$.

Pengujian secara parsial atau individu (uji t)

Untuk analisis parsial secara terperinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

Variabel Persentase Kenaikan Dividen berpengaruh signifikan dengan *Abnormal Return*, karena nilai sig atau probabilitasnya yang lebih kecil dari signifikansi 5% yaitu 0.019. Persentase kenaikan dividen dalam penelitian ini memiliki pengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini mengindikasikan adanya kecenderungan bahwa semakin besar kenaikan dividen yang dibayarkan semakin besar reaksi pemegang saham.

Variabel size atau ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *Abnormal Return*. Karena nilai probabilitasnya 0,280 lebih besar dari signifikansi 5%. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Dalam penelitian ini dihasilkan bahwa ukuran perusahaan tidak berarti terhadap perubahan *abnormal return*. Pasar tidak begitu mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam mengambil keputusan investasi.

Variabel kinerja saham berpengaruh signifikan dengan *Abnormal Return* ditunjukkan dari nilai probabilitasnya sebesar 0,020 yang lebih kecil dari signifikansi 5%. Kinerja saham mempengaruhi *abnormal return*, hal ini menunjukkan bahwa kinerja harga saham perusahaan bila mengalami peningkatan akan berakibat meningkatnya *abnormal return* yang diperoleh investor. Dengan demikian dapat diperkirakan bahwa perusahaan mengalami peningkatan *earning* sebelum menaikkan dividen.

Risiko saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *Abnormal Return* karena nilai probabilitasnya lebih besar dari tingkat signifikansi yaitu 0,275. Risiko saham tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*, hal ini menunjukkan bahwa investor kurang mempertimbangkan risiko saham dalam mengambil keputusan. Atau investor tidak dapat memprediksikan risiko dari saham-saham tersebut.

4. SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

- 1) Simpulan yang dapat ditarik dari hasil pengujian hipotesis pertama adalah pasar bereaksi terhadap adanya pengumuman kenaikan pembayaran dividen. Reaksi yang dihasilkan adalah reaksi negatif, ini kemungkinan disebabkan oleh pemegang saham menganggap perusahaan-perusahaan tersebut merupakan perusahaan-perusahaan yang tidak tumbuh. Artinya pasar berasumsi bahwa perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki prospek yang baik untuk masa yang akan datang. Akibatnya para pemegang saham akan menganggap bahwa kenaikan dividen yang dibayarkan merupakan kabar buruk.
- 2) Berdasarkan perhitungan analisis regresi tersebut tampak bahwa R Square yang besarnya 18,1% berarti *abnormal return* dapat dijelaskan dengan variabel bebas yang terdiri dari persentase kenaikan dividen, ukuran perusahaan, kinerja saham, dan risiko saham sebesar 18,1%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dapat terdeteksi dalam penelitian ini.
- 3) Persentase kenaikan dividend dan kinerja harga saham memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar. Sedangkan ukuran perusahaan dan risiko saham tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar di BEI.

B. SARAN

- 1) Perlunya penggunaan sampel penelitian yang lebih banyak untuk memberikan gambaran reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran yang lebih jelas.
- 2) Hasil penelitian ini diduga mengarah kepada pengujian efisiensi pasar secara keputusan, khususnya untuk menaikkan dividen. Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian lebih lanjut untuk membuktikan kebenaran dugaan tersebut yaitu dengan memasukkan variabel pertumbuhan perusahaan.

- 3) Perlunya mempertimbangkan informasi akuntansi yang lain seperti akuisisi dan kebijakan perusahaan tentang merger disekitar tanggal pengumuman perubahan pembayaran dividen untuk mengurangi *confounding effect*.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, Lukas Setia. 2003. *Manajemen Keuangan*, penerbit Andi, Yogyakarta.
- Brigham, Eugene F. and Houston Joel F. 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi kedelapan, Erlangga.
- Darmadji, Tjiptono., Fakhruddin, Hendy M. 2001. *Pasar Modal di Indonesia*, salemba empat, Indonesia.
- Hartono, Jogiyanto. 1999. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi pertama. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofoli dan Analisis Sekuritas*, edisi Empat, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Kartini. 2003. "Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta", *Journal Siasat Bisnis* hal 121-142.
- Khoiruddin, Moh. 2004. "Reaksi Pasar Terhadap *Dividend Announcement* Di Sektor Perbankan, Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol,2, hal 123-137, Yogyakarta.
- Marfuah. 2006. "Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkat", *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol, 10, 183-206, Yogyakarta.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi Empat, Yogyakarta: BPFE-UGM.

- Setiawan, Doddy. Dan Subekti, Siti. 2005. "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan (study empiris pada Bursa Efek Jakarta selama krisis moneter)", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol,8,121-137, Yogyakarta.
- Setiawan, Doddy. Dan Hartono, Jogiyanto. 2003. "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol,6,131-144, Yogyakarta.
- Tandeliilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta: BPFE-UGM.