

332.6

HAE

t 9

**Transfer Informasi Intra Industri Atas Pengumuman Perubahan Dividen Serta Pengaruh Tingkat *Dividen Surprise* Perusahaan *Reporter*, Ukuran Perusahaan *Reporter*, dan Tingkat Konsentrasi Perusahaan *Reporter* Terhadap Besarnya Transfer Informasi Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat  
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi



Diajukan oleh :

Nama : Hardjanto

NIM : C4C000144

**Kepada  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2004**

332.6  
HAR

**Transfer Informasi Intra Industri Atas Pengumuman Perubahan Dividen Serta Pengaruh Tingkat *Dividen Surprise* Perusahaan *Reporter*, Ukuran Perusahaan *Reporter*, dan Tingkat Konsentrasi Perusahaan *Reporter* Terhadap Besarnya Transfer Informasi Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat  
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi



Diajukan oleh :

Nama : Hardjanto

NIM : C4C000144

**Kepada  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2004**

## Tesis berjudul

# Transfer Informasi Intra Industri Atas Pengumuman Perubahan Dividen Serta Pengaruh Tingkat *Dividen Surprise* Perusahaan *Reporter*, Ukuran Perusahaan *Reporter*, dan Tingkat Konsentrasi Perusahaan *Reporter* Terhadap Besarnya Transfer Informasi Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

**Hardjanto**

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 30 Januari 2004  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Tim Penguji

Dosen Pembimbing I



Drs. H. M. Nasir, M.Si., Akt.

Dosen Pembimbing II



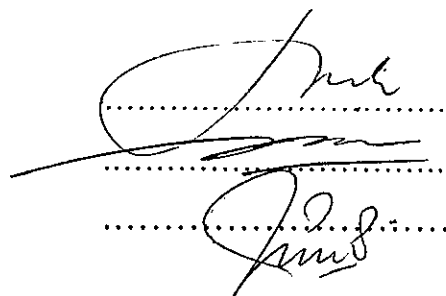
Dra. Johanna M. K., G.Dipl. Ec., M.Ec.

Anggota Tim Penguji

1. Drs. Sugeng Pamudji, M.Si., Akt.

2. Drs. Darsono, MBA, Akt.

3. Dra. Zulaikha, M.Si., Akt.



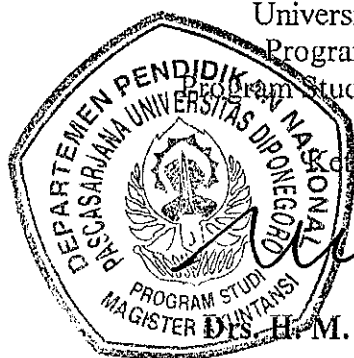
Semarang, 30 Januari 2004

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Akuntansi

Kedua Program



Drs. H. M. Nasir, M.Si., Akt.

## **HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN**

**“It’s Impossible,” Says Reason**

**“It’s Reckless,” Says Experience**

**“It’s Painful,” Says Pride**

**“TRY!,” SAYS DREAM**

**(Toyota F-1 Racing Team)**

*Kupersembahkan kepada*

*- Ibu, Bapak, Adik-adikku, dan Vifa.*

## Surat Pernyataan Keaslian Tesis

Dengan ini saya menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya tesis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain kecuali yang diacu dalam naskah ini secara tertulis dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Semarang, 30 Januari 2004



Hardjanto

## ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman perubahan dividen (kenaikan atau penurunan) dari perusahaan reporter dan non reporter di sekitar tanggal pengumuman perubahan dividen perusahaan reporter. Pengumuman tersebut mengandung informasi jika terdapat reaksi pasar dari adanya pengumuman tersebut baik untuk perusahaan yang mengumumkan perubahan dividen (*reporter*) maupun perusahaan yang tidak mengumumkan perubahan dividen (*non reporter*). Reaksi pasar dari perusahaan *non reporter* dikenal dengan istilah transfer informasi intra industri. Ada tidaknya transfer informasi ini dilihat dari adanya *abnormal return* dari perusahaan *non reporter*.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di BEJ tahun 1997 sampai dengan 2001. Penentuan jumlah sampel perusahaan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan *purposive sampling*. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah secara studi pustaka. Penelitian ini terdiri dari 2 tahap. Tahap pertama meneliti reaksi investor perusahaan *reporter* dan *non reporter* terhadap peristiwa pengumuman perubahan dividen. Jika dari pengujian tahap pertama ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan dalam peristiwa perubahan pembayaran dividen maka pengujian dilanjutkan ke tahap kedua yaitu menguji pengaruh variabel tingkat *dividend surprise*, ukuran perusahaan *reporter*, dan tingkat konsentrasi/kompetisi perusahaan *reporter* dalam suatu industri terhadap besarnya transfer informasi. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan model regresi berganda seperti yang dilakukan oleh Firth (1996).

Hasil penelitian menunjukkan adanya transfer informasi intra industri atas pengumuman perubahan dividen. Dari ketiga variabel yang diteliti ternyata menunjukkan bahwa untuk variabel *dividend surprise* untuk kenaikan dividen (*DIV*) berpengaruh secara negatif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*, sedangkan untuk penurunan dividen (*DIV*) berpengaruh secara positif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Variabel ukuran perusahaan (*LNSIZE*) baik yang mengumumkan kenaikan maupun penurunan dividen memiliki pengaruh secara negatif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Variabel tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* (*HI*) pada kenaikan dividen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Demikian pula halnya untuk variabel tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* (*HI*) pada penurunan dividen.

Kata kunci : *abnormal return*, transfer informasi intra-industri, *reporter*, *non reporter*.

## ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the information content of dividend announcement (increase or decrease) in reporter and non reporter firm around the reporter's dividend change announcement date. The announcement has information content if there is market reaction upon the announcement both for the reporter or non reporter. The market reaction from non reporter firms is called intra-industry information transfer. Whether there is information transfer or not can be seen from the existence of an abnormal return of the non reporter.

This research population is all of the firms listed in BEJ in 1997 – 2001. The sample is determined by purposive sampling. The data are collected by literature studies. This research consists of 2 steps. The first step is to examine the reporter and non reporter investor's reaction on the dividend change announcement. If there is significant abnormal return, the examination will be continued to the second step by examining the effect of the dividend surprise variable, the size of reporter firm, and the reporter firm's level of concentration in a certain industry to the magnitude of information transfer. This examination uses regression analysis like what Firth (1996) did.

The result of this research shows that there is intra-industry information transfer on the dividend change announcement. The examination of the variables shows that for dividend increase announcement, the dividend surprise variable (DIV) has a significant negative effect on the cumulative abnormal return of non reporter and for the dividend decrease has a significant positive effect on the information transfer. The firm size variable (LNSIZE) both dividend increase or decrease has a significant negative effect on the cumulative abnormal return of non reporter. The level of competition (HI) within an industry has a positive effect on the cumulative abnormal return of non reporter both dividend increase or decrease.

Keywords : abnormal return, intra-industry information transfer, reporter, non reporter.

## Kata Pengantar

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan segala nikmat, rahmat dan hidayah-Nya sehingga saya dapat menyelesaikan penelitian dan penyusunan tesis ini.

Penyelesaian tesis ini banyak mendapat bantuan dan dukungan berbagai pihak baik langsung maupun tidak langsung mulai dari persiapan penelitian sampai dengan penyusunan tesis ini. Berkenaan dengan hal tersebut perkenankanlah saya menyampaikan rasa hormat dan terima kasih yang tidak terhingga kepada :

1. Bapak Drs. H. M. Nasir, M.Si. Akt. selaku Direktur Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang dan juga selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dengan penuh pengertian, kesabaran dan selalu memberikan motivasi.
2. Ibu Dra. Johanna Maria Kodoatie, G. Dipl. Ec, M.Ec. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dengan penuh kesabaran, pengertian, kesabaran dan selalu memberikan motivasi.
3. Ibu dan Bapak dosen pengampu pada program studi Magister Akuntansi yang telah memberikan pengetahuan dan wawasan kepada saya selama menempuh studi di Magister Akuntansi.
4. Para staf Administrasi pengelola program Magister Akuntansi Universitas Diponegoro yang telah banyak memberikan bantuan selama saya menempuh studi.

5. Ibu dan Bapak Soehardi, S.H. yang telah banyak sekali memberikan dorongan, bantuan dan doa kepada saya dalam menyelesaikan tesis ini.
6. Dik Tanti, Dik Asih dan Vita yang banyak sekali memberikan bantuan dan dukungan semangat kepada saya dalam menyelesaikan tesis ini.

Harapan saya semoga tesis ini bermanfaat dan mudah-mudahan Allah SWT senantiasa melimpahkan nikmat dan hidayah-Nya kepada kita semua.

Semarang, Januari 2004



Hardjanto

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PENGESAHAN .....	ii
HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	iii
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN TESIS.....	iv
ABSTRAKSI .....	v
ABSTRACT.....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	5
1.3. Tujuan Penelitian .....	7
1.4. Manfaat Penelitian.....	8
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1. Landasan Teori.....	9
2.1.1. Pengertian Pasar Modal.....	9
2.1.2. Pasar Modal yang Efisien.....	9
2.1.3. Jenis Dividen .....	11
2.1.4. <i>Dividend Signaling Theory</i> .....	12

2.1.5. Kandungan Informasi Pengumuman Dividen .....	13
2.1.6. Transfer Informasi Intra-Industri.....	14
2.1.7. Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Besarnya Transfer Informasi Intra Industri .....	16
2.2. Penelitian Sebelumnya.....	17
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis .....	21
 BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	26
3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel.....	26
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	27
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	28
3.5. Teknik Analisis.....	30
3.5.1. Penentuan Periode Jendela dan Periode Estimasi .....	30
3.5.2. Pengujian Abnormal Return.....	31
3.5.3. Uji Penyimpangan Asumsi Klasik .....	37
3.5.4. Pengujian Hipotesis.....	40
 BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....	
4.1. Pemilihan Sampel .....	43
4.2. Uji Normalitas Data Return .....	43
4.3. Beta Saham Koreksian.....	44
4.4. Pengujian <i>Average Abnormal Return</i> Perusahaan <i>Reporter</i> .....	45
4.4.1. Pengujian Pengumuman Kenaikan Dividen.....	45
4.4.2. Pengujian Pengumuman Penurunan Dividen .....	48

4.5. Pengujian <i>Average Abnormal Return</i> Perusahaan <i>Non Reporter</i> .....	50
4.5.1. Pengujian Pengumuman Kenaikan Dividen.....	51
4.5.2. Pengujian Pengumuman Penurunan Dividen .....	54
4.6. Hasil Pengujian Asumsi Klasik .....	57
4.6.1. Pengujian Gejala Multikolinieritas.....	57
4.6.2. Pengujian Gejala Autokorelasi.....	58
4.6.3. Pengujian Gejala Heteroskedastisitas.....	60
4.7. Hasil Pengujian Regresi.....	61
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....	67
5.1. Kesimpulan .....	67
5.2. Saran .....	72
DAFTAR PUSTAKA.....	73

## DAFTAR TABEL

Tabel 1	Hasil Penelitian Terdahulu.....	20
Tabel 2	Jumlah Perusahaan yang Terdaftar di BEJ Th. 1997 – 2000 .....	26
Tabel 3	Signifikansi <i>Kolmogorov-Smirnov Test</i> Perusahaan Reporter.....	44
Tabel 4	Signifikansi <i>Kolmogorov-Smirnov Test</i> Perusahaan Non Reporter	45
Tabel 5	Hasil Pengujian Abnormal Return Harian Reporter Di Periode Jendela Pengumuman Kenaikan Pembayaran Dividen Reporter...	49
Tabel 6	Hasil Pengujian Abnormal Return Reporter Di Periode Jendela Pengumuman Penurunan Pembayaran Dividen Reporter.....	52
Tabel 7	Hasil Pengujian Abnormal Return Harian Non Reporter Di Periode Jendela Pengumuman Kenaikan Pembayaran Dividen Reporter....	55
Tabel 8	Hasil Pengujian <i>Abnormal Return</i> Harian Non Reporter Di Periode Jendela Pengumuman Penurunan Pembayaran Dividen Reporter..	58
Tabel 9	Hasil Pengujian Multikolinieritas Untuk Penurunan Dividen .....	61
Tabel 10	Hasil Pengujian Multikolinieritas Untuk Kenaikan Dividen .....	61
Tabel 11	Persyaratan Uji <i>Durbin Watson</i> .....	62
Tabel 12	Hasil Pengujian Regresi Sampel Penurunan Dividen .....	65
Tabel 13	Hasil Pengujian Regresi Sampel Kenaikan Dividen.....	67

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	21
Gambar 2	Periode Penelitian.....	31
Gambar 3	Scatter Plot Uji Heterokedastisitas Sampel Penurunan Dividen	63
Gambar 4	Scatter Plot Uji Heterokedastisitas Sampel Kenaikan Dividen.	64

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Perusahaan Reporter (Kenaikan Dividen) dan Perusahaan Non Reporter
- Lampiran 2 : Perusahaan *Reporter* (Penurunan Dividen) dan Perusahaan *Non Reporter*
- Lampiran 3 : Signifikansi *Kolmogorov-Smirnov Test* Perusahaan *Reporter*
- Lampiran 4 : Signifikansi *Kolmogorov-Smirnov Test* Perusahaan *Non Reporter*
- Lampiran 6 : Hasil Uji Z-hitung
- Lampiran 8 : T-test Kenaikan *Reporter*
- Lampiran 9 : T-test Penurunan *Reporter*
- Lampiran 10 : T-test Kenaikan *Non Reporter*
- Lampiran 11 : T-test Penurunan *Non Reporter*
- Lampiran 12 : Output *Regression* Utama Penurunan
- Lampiran 13 : Output Uji Multikolinearitas Penurunan
- Lampiran 14 : Output Uji Heteroskedastisitas Penurunan
- Lampiran 14 : Output Uji Autokorelasi Penurunan
- Lampiran 15 : Output *Regression* Utama Kenaikan
- Lampiran 16 : Output Uji Multikolinearitas Kenaikan
- Lampiran 17 : Output Uji Heteroskedastisitas Kenaikan
- Lampiran 17 : Output Uji Autokorelasi Kenaikan

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. LATAR BELAKANG MASALAH

Dalam suatu pasar modal, para investor dapat menginvestasikan dana yang dimilikinya dengan cara membeli surat berharga dengan harapan untuk mendapatkan *return* yang akan meningkatkan kesejahteraan mereka. *Return* yang diperoleh para investor tersebut, pada umumnya berbentuk dividen dan atau *capital gain*. Tentunya dalam melakukan investasinya di pasar modal, para investor membutuhkan berbagai macam informasi di sekitar pasar modal guna mendukung proses pengambilan keputusan.

Ada berbagai macam informasi di pasar modal. Salah satu jenis informasi ini adalah pengumuman dividen. Bagi investor, dividen juga merupakan salah satu alat *signaling* yang mampu memberikan berbagai sinyal tentang prospek perusahaan. Aharony & Swary (1980) menyatakan bahwa terdapat 2 alat untuk mengirimkan informasi kepada publik mengenai prospek masa depan perusahaan yaitu gambaran *earning* dan dividen. Informasi ini apabila mempunyai arti bagi para investor maka akan mengakibatkan perubahan harga saham di pasar modal. Pettit (1972) menemukan bahwa jika pengumuman dividen mempunyai arti bagi investor maka akan mengakibatkan perubahan harga saham dan *return* saham.

Salah satu pengumuman mengenai dividen adalah pengumuman perubahan dividen. Perubahan pembayaran dividen suatu perusahaan mengandung informasi

yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya menyesuaikan harga saham ketika perubahan dividen diumumkan. Suatu perusahaan akan meningkatkan dividennya bila terdapat tingkat probabilitas *cash flow* yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen bila manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flow* yang dapat mendukung pembayaran dividen tersebut (Petit, 1972).

Suatu pengumuman dividen, ternyata tidak hanya mempengaruhi perdagangan dan mengakibatkan perubahan harga saham perusahaan yang mengumumkan dividen tetapi juga perusahaan lain dalam industri yang sama yang tidak mengumumkan dividen (Firth, 1996; Laux, *et. al*, 1998). Hal ini disebabkan karena suatu industri memiliki karakteristik yang hampir sama. Perusahaan dalam industri yang sama, menghadapi keadaan yang hampir sama sehingga pengumuman suatu perusahaan memberikan informasi tentang keadaan ketidakpastian pada pesaingnya (Schipper, 1990). Fenomena ini dikenal dengan istilah transfer informasi intra-industri.

Beberapa studi telah menguji transfer informasi intra-industri dan efek-efek yang ditimbulkannya dalam berbagai macam konteks. Penelitian mengenai transfer informasi intra-industri pertama kali dilakukan oleh Firth pada tahun 1976 (dalam Firth 1996) yang menemukan bahwa pengumuman laba oleh perusahaan-perusahaan di Inggris, tidak hanya mengakibatkan perubahan harga saham perusahaan yang mengumumkan laba tetapi juga harga saham perusahaan lain yang tidak mengumumkan dalam industri yang sama.

Dalam penelitiannya mengenai transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen, Firth (1996) menyimpulkan bahwa investor perusahaan pada industri yang sama dengan perusahaan yang mengumumkan dividen, memperhitungkan informasi dari pengumuman tersebut untuk membuat kesimpulan tentang prospek ekonomi suatu industri. Firth (1996) menemukan adanya transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen pada hari -1 dan 0, dengan arah positif. Tanda *abnormal return* perusahaan *non reporter* berada dalam arah yang sama dengan tanda *abnormal return* perusahaan *reporter* (efek kontagion).

Di Indonesia penelitian tentang transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen di Bursa Efek Jakarta, dilakukan oleh Trimeiningrum (1999) dan Emilia Frieda (2001). Berbeda dengan hasil penelitian Firth (1996), di dalam penelitian Emilia Frieda (2001) ditemukannya adanya *abnormal return non reporter* yang positif pada 2 hari sebelum dan 4 hari sesudah pengumuman penurunan dividen. Hal ini menunjukkan adanya efek kompetitif serta *abnormal return* yang positif pada hari diumumkannya dan 5 hari setelah pengumuman kenaikan dividen (efek kontagion).

Berdasarkan perbedaan hasil penelitian antara Firth (1996) dan Emilia (2001) tersebut, penelitian ini menguji kembali efek pengumuman kenaikan dan penurunan dividen pada *abnormal return* perusahaan *non reporter* dalam industri yang sama. Penelitian tentang pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen, biasanya dikaitkan juga dengan pengujian pengaruh faktor-faktor terhadap besar

kecilnya reaksi pasar. Beberapa faktor yang diuji pengaruhnya terhadap besar kecilnya reaksi investor *non reporter* dalam penelitian ini adalah tingkat *dividend surprise*, ukuran perusahaan *reporter*, dan tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri.

Besarnya transfer informasi merupakan fungsi besarnya perubahan yang terdapat pada pengumuman perubahan dividen. Firth (1996) menemukan adanya hubungan positif antara besarnya perubahan dividen dan *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Berbeda dengan hasil penelitian Firth (1996), variabel tingkat *dividend surprise* dalam penelitian Emilia (2001) tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return non reporter*. Berdasarkan perbedaan hasil penelitian terdahulu tersebut, tingkat *dividend surprise* diteliti kembali pengaruhnya dalam penelitian ini.

Selain *dividend surprise*, ukuran perusahaan juga merupakan salah satu karakteristik khusus yang dapat mengindikasikan tingkat pengaruh, kekuatan dan kepemimpinan suatu perusahaan *reporter* dalam suatu industri (Kohers, 1999). Berbeda dengan Emilia (2001) dalam penelitian ini variabel yang digunakan adalah ukuran perusahaan *reporter*, di mana penggunaan variabel ini sesuai dengan penelitian Firth (1996). Sedangkan dalam penelitiannya Emilia menggunakan variabel ukuran perusahaan *non reporter*, namun hasilnya tidak signifikan.

Reaksi investor perusahaan *non reporter* dapat juga dipengaruhi oleh derajat kompetisi perusahaan *reporter*. Sesuai dengan apa yang disarankan oleh Emilia (2001) yang menemukan adanya efek kompetitif dalam transfer informasi intra-industri atas penurunan dividen, maka dalam penelitian ini digunakan variabel

tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri untuk meneliti ada tidaknya pengaruh variabel tersebut terhadap besarnya reaksi investor perusahaan *non reporter* .

## 1.2. PERUMUSAN MASALAH

Permasalahan utama dalam penelitian ini adalah kandungan informasi pengumuman perubahan dividen. Informasi pengumuman perubahan dividen mempunyai kandungan informasi jika informasi tersebut dapat menimbulkan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*. Jika *abnormal return* tersebut muncul pada perusahaan lain pada sub sektor industri yang sama yang tidak mengumumkan (perusahaan *non reporter*), fenomena ini dikenal dengan istilah transfer informasi intra-industri. Secara umum, studi terdahulu menyimpulkan bahwa perusahaan *non reporter* akan mengubah dividennya dengan arah yang sama ( Laux, *et. al*, 1998).

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri adalah : tingkat *dividend surprise*, ukuran perusahaan yang mengumumkan (perusahaan *reporter*) dan tingkat konsentrasi perusahaan yang mengumumkan (perusahaan *reporter*) dalam industri. Berdasarkan hal tersebut, masalah yang akan diuji dalam penelitian ini dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah investor perusahaan *reporter* bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter*.

2. Apakah investor perusahaan *reporter* bereaksi terhadap pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter*.
3. Apakah investor perusahaan *non reporter* bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter*.
4. Apakah investor perusahaan *non reporter* bereaksi terhadap pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter*.
5. Apakah tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.
6. Apakah tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.
7. Apakah ukuran perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.
8. Apakah ukuran perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.
9. Apakah tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.
10. Apakah tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

### 1.3. TUJUAN PENELITIAN

1. Menguji reaksi investor perusahaan *reporter* terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter*.
2. Menguji reaksi investor perusahaan *reporter* terhadap pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter*.
3. Menguji reaksi investor perusahaan *non reporter* terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter*.
4. Menguji reaksi investor perusahaan *non reporter* terhadap pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter*.
5. Menguji pengaruh tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter* dalam sub sektor industri yang sama.
6. Menguji pengaruh tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter* dalam sub sektor industri yang sama.
7. Menguji pengaruh ukuran perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter* dalam sub sektor industri yang sama.
8. Menguji pengaruh ukuran perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter* dalam sub sektor industri yang sama.

9. Menguji pengaruh tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.
10. Menguji pengaruh tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

#### 1.4. MANFAAT PENELITIAN

1. Menambah bukti empiris mengenai transfer informasi intra-industri intra industri yang terdapat pada pengumuman perubahan dividen dan menambah literatur yang berkaitan dengan kandungan informasi dividen.
2. Bagi emiten, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan tentang reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen yang dilakukan emiten lain dalam sub sektor industri yang sama.
3. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan tentang perilaku pasar modal khususnya mengenai kebijakan dividen dan memberikan bahan kajian mengenai fenomena yang relevan dengan penelitian ini.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. LANDASAN TEORI

##### 2.1.1. *Pengertian Pasar Modal*

Menurut Ang (1997), pasar modal diartikan sebagai situasi di mana para penjual dan pembeli dapat melakukan negosiasi terhadap pertukaran suatu komoditas atau kelompok komoditas, dan komoditas yang dipertukarkan adalah modal.

Sedangkan menurut Husnan (1996), secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta.

##### 2.1.2. *Pasar Modal yang Efisien*

Konsep pasar yang efisien menyatakan bahwa dalam pasar modal yang efisien, harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Menurut Husnan (1996), secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Jones (1998) menyebutkan definisi pasar modal efisien sebagai berikut : *An efficient market is defined as one in which the prices of securities fully reflect all known information quickly and accurately.*

Jones membagi definisi tersebut menjadi 3 inti pengertian yaitu *fully reflect* yang berarti bahwa harga saham saat ini berkaitan dengan seluruh informasi, *all known information* berarti semua informasi diketahui dalam harga yaitu informasi masa lalu dan informasi saat ini serta kejadian-kejadian yang sudah diumumkan dan *quickly and accurately* berarti pemodal akan menerima informasi yang akurat dalam waktu secepat mungkin melalui media informasi apa saja.

Menurut Fama (1970) seperti yang disebutkan dalam Hartono (2000) terdapat tiga bentuk utama dari efisiensi pasar modal, yaitu :

1. Efisiensi bentuk lemah (*Weak-form efficiency*), pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekutirtas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah taerjadi. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapt menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.
2. Efisiensi bentuk setengah kuat (*Semistrong-form efficiency*), pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang

dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisiensi bentuk kuat (*Strong-form efficiency*), pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau group dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

### **2.1.3. Jenis Dividen**

Menurut Ang (1997), berdasarkan hubungan dengan tahun buku, dividen dapat dibedakan atas 2 jenis, yaitu : 1) Dividen interim dan 2) Dividen final. Dividen interim merupakan dividen yang dibayarkan oleh perseroan antara tahun buku I dengan tahun buku berikutnya. Dividen interim dapat dibayarkan beberapa kali dalam setahun. Dividen final merupakan dividen hasil pertimbangan setelah penutupan tahun buku perusahaan pada tahun sebelumnya yang dibayarkan pada tahun berikutnya.

Berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibedakan atas 2 jenis, yaitu : 1) Dividen tunai (*cash dividend*) dan 2) Dividen saham (*stock dividend*). Dividen tunai merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Sedangkan dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu.

Dividen saham biasanya diberikan karena pertimbangan likuiditas perusahaan. Perusahaan menilai bahwa likuiditas keuangan perusahaan tidak memungkinkan pembayaran dividen dalam bentuk tunai sehingga diputuskan dibayarkan dalam bentuk saham.

#### **2.1.4. Dividend Signaling Theory**

Bhattacharya (1979) telah mengembangkan *dividend signaling theory*. Bhattacharya menyatakan apabila investor percaya bahwa perusahaan yang membayar dividen per lembar saham yang tinggi mempunyai nilai yang lebih tinggi maka kenaikan dividen yang tidak diduga merupakan sinyal yang sangat baik. Penelitian serupa mengenai *dividend signaling* dilakukan oleh Miller & Rock (1985) yang menyatakan bahwa dividen merupakan sinyal manajemen untuk menunjukkan kemampuan perusahaan. Dalam penelitian ini penulis mendasarkan pada *dividend signaling theory* karena teori ini relevan untuk dijadikan kerangka teori dalam penelitian tentang transfer informasi.

Ada 2 asumsi yang mendasari teori ini. Pertama, manajemen perusahaan merasa enggan untuk mengubah kebijakan dividennya sehingga kebijakan pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan dianggap oleh investor sebagai suatu sinyal kemampuan perusahaan. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki oleh investor dan manajemen adalah berbeda. Manajer memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena seperti ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* di antara manajer dan investor.

### 2.1.5. Kandungan Informasi Pengumuman Dividen

Manajemen memiliki informasi mengenai pendapatan masa depan perusahaan dibanding publik (investor). Dividen dianggap mampu menjadi alat untuk mengkomunikasikan informasi yang berguna bagi investor. Jika suatu pengumuman dividen mengandung informasi maka pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima. Reaksi pasar ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* (Hartono, 1998).

Ide bahwa dividen menghasilkan informasi tentang profitabilitas masa depan dan dapat mengakibatkan perubahan harga saham, dikenalkan oleh Miller & Modigliani (1961). Di mana keduanya menyatakan bahwa investor kemungkinan menginterpretasikan perubahan dividen sebagai perubahan pandangan manajemen terhadap prospek *profit* perusahaan di masa depan (Wansley, *et. al.*, 1991). Miller & Modigliani (1961) mengatakan bahwa manajer tidak akan mengubah dividen kecuali mereka mempunyai alasan untuk mengharapkan perubahan yang signifikan pada prospek perusahaan di masa depan.

Miller & Modigliani (1961) seperti yang dikutip oleh Aharony & Swary (1980) berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen, tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan laba ditahan. Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen, semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman dividen.

Hipotesis kandungan informasi menyatakan bahwa pembayaran dividen dianggap sebagai sinyal pandangan manajemen tentang prospek perusahaan di masa depan. Perusahaan cenderung meningkatkan dividen bila terdapat tingkat probabilitas *cash flow* yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen bila manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flow* yang dapat mendukung pembayaran dividen tersebut (Pettit, 1972).

Asquith dan Mullins (1983) mengatakan adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan oleh adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan di masa mendatang.

#### **2.1.6. *Transfer Informasi Intra-Industri***

Suatu kelompok industri pada umumnya memiliki karakteristik keadaan ekonomi yang relatif sama. Transfer informasi intra-industri muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut mengakibatkan perubahan harga saham perusahaan lain dalam sektor industri yang sama (Foster, 1986).

Kohers (1999) menyatakan bahwa hal tersebut disebabkan suatu industri terdiri dari perusahaan yang memiliki karakteristik dan beroperasi dalam lingkungan yang relatif sama sehingga investor dapat menginterpretasikan pengumuman suatu perusahaan sebagai informasi yang mempunyai implikasi bagi perusahaan-perusahaan lain, dalam industri dengan tingkat homogenitas yang relatif sama.

Transfer informasi intra-industri pertama kali diteliti oleh Firth (1976) yang menguji transfer informasi intra-industri atas pengumuman laba. Di mana dari hasil penelitiannya Firth (1976) menyimpulkan bahwa investor menggunakan informasi yang terdapat pada pengumuman hasil keuangan untuk mengevaluasi harga saham tidak hanya perusahaan yang bersangkutan tetapi juga perusahaan lain yang sejenis.

Demikian juga hasil penelitian Firth (1996) yang menguji transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen, menunjukkan terdapat reaksi transfer informasi intra-industri positif. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen menghasilkan informasi, tidak hanya tentang perusahaan yang melaporkan tetapi juga memberi sinyal prospek ekonomi untuk perusahaan lain dalam industri yang sama dengan *reporter*.

Arah dari perubahan harga saham perusahaan *non reporter* tergantung pada apakah informasi mempunyai *net contagion effect* atau *competitive effect*. Dalam *contagion effect*, reaksi harga saham perusahaan *non reporter* berada dalam arah yang sama dengan perusahaan *reporter*. Secara umum studi terdahulu menyimpulkan bahwa harga saham perusahaan-perusahaan *non reporter* cenderung menunjukkan *contagion effect*. Ada 2 hal yang mendasari : 1) *Contagion effect* muncul sebagai akibat dari *return-return* perusahaan yang timbul karena perusahaan-perusahaan dalam suatu industri menggunakan input, output, proses produksi dan pasar tenaga kerja yang sama. Sehingga perubahan dividen suatu perusahaan menyebabkan perubahan harga saham untuk semua perusahaan dalam suatu industri (Laux, *et. al*, 1998); 2) Perusahaan-perusahaan menggunakan kebijakan/praktek yang berlaku

dalam industri sebagai pedoman untuk kebijakan dividen mereka sendiri. Sehingga pengumuman perubahan dividen memberikan informasi tentang kemungkinan bahwa perusahaan *non reporter* akan mengubah dividennya dengan arah yang sama. (Marsh & Merton, 1987). Namun demikian, *contagion effect* ini kadang-kadang digantikan dengan *competitive effect* yang menunjukkan arah yang berlawanan dengan reaksi harga saham perusahaan *reporter*.

#### ***2.1.7. Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Besarnya Transfer Informasi Intra-Industri***

Besarnya transfer informasi intra-industri merupakan fungsi besarnya *surprise* yang terkandung dalam pengumuman suatu informasi. Firth (1996) menggunakan tingkat *surprise* yang terdapat dalam pengumuman dividen dengan proksi besarnya *abnormal return* perusahaan *reporter*. Firth (1996) memperoleh bukti bahwa besarnya perubahan dividen yang diumumkan, berhubungan positif dengan *abnormal return* perusahaan lain. Semakin besar perubahan dividen maka semakin besar transfer informasi intra-industri.

Adanya pengaruh ukuran perusahaan pertama kali diperkenalkan oleh Banz (1981) dan Reinganum (1981). Seperti dikutip oleh Emilia (2001), keduanya menemukan bahwa perusahaan kecil memperoleh tingkat *return* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan besar. Demikian pula dengan penelitian Bamber (1987) yang meneliti muatan informasi atas pengumuman laba interim dengan pendekatan reaksi volume perdagangan saham, hasilnya menunjukkan bahwa reaksi pada perusahaan kecil lebih besar daripada perusahaan besar.

Penelitian yang dilakukan oleh Ghosh & Woolridge (1988) juga menunjukkan bahwa makin kecil ukuran perusahaan, makin besar reaksi investor sebab perusahaan kecil biasanya mengeluarkan lebih sedikit informasi. Akibatnya, informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil, lebih menarik investor yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham. Ukuran perusahaan diproksi dari *market value* akhir bulan sebelum tanggal pengumuman, dihitung dari logaritma natural jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga saham pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman.

Reaksi investor perusahaan *non reporter* dapat juga dipengaruhi oleh derajat kompetisi perusahaan *non reporter*. Kohers menggunakan indeks *Herfindahl* untuk mengetahui derajat kompetisi dalam industri. Demikian juga dengan Christina (2000) serta Lang & Stulz (1992). Semakin besar indeksnya, semakin tinggi konsentrasi perusahaan tersebut dalam suatu industri. Demikian pula sebaliknya, semakin rendah indeksnya maka semakin rendah tingkat kompetisinya. Hasil penelitian Kohers menunjukkan adanya pengaruh positif tingkat konsentrasi dalam industri terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Demikian juga dengan hasil penelitian Lang & Stulz (1992). Sedangkan hasil penelitian Christina (2000) menunjukkan sebaliknya. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh negatif tingkat konsentrasi dalam industri terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

## 2.2. PENELITIAN SEBELUMNYA

Firth (1996) menguji apakah informasi yang menyatakan perubahan dividen berpengaruh pada penilaian dan peramalan *earning* dari perusahaan yang lain dalam

industri yang sama. Hasil dari penelitian Firth ini memperlihatkan bahwa terdapat transfer informasi intra-industri dari perubahan pengumuman dividen dari suatu perusahaan ke perusahaan yang lain dalam industri yang sama. Transfer informasi intra-industri yang dihasilkan mempunyai arah yang positif dan hal ini konsisten dengan riset sebelumnya yang menguji pengumuman laba. Transfer informasi intra-industri yang positif ini juga konsisten dengan manajemen akan meningkatkan (menurunkan) dividen jika mereka percaya terdapat kemajuan (kemunduran) prospek ekonomi yang berkaitan dengan suatu industri. Firth (1996) menemukan bahwa *abnormal return* perusahaan *reporter*, korelasi *return* saham secara historis antara perusahaan *reporter* dan *non reporter*, serta kebijakan dividen sebelumnya, merupakan determinan besarnya transfer informasi intra-industri.

Trimeiningrum (1999) yang juga meneliti transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen menemukan bahwa investor perusahaan *non reporter* pada saat perusahaan *reporter* mengumumkan kenaikan dividen, mendapatkan *abnormal return* yang cukup berarti pada 5 hari setelah tanggal pengumuman kenaikan dividen oleh *reporter*. Sedangkan untuk penurunan dividen, transfer informasi intra-industri dalam sektor industri yang sama terjadi pada hari diumumkannya penurunan dividen dan 2 hari setelah pengumuman tersebut.

Emilia Frieda (2001) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui adanya kandungan informasi dari pengumuman perubahan dividen. Dalam penelitiannya, Emilia Frieda (2001) menyimpulkan bahwa :

1. Pada penurunan dividen terjadi transfer informasi intra-industri yang mempunyai efek kompetitif. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang positif pada perusahaan *non reporter* pada 2 hari sebelum dan 4 hari sesudah pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter*.
2. Pada kenaikan dividen terjadi transfer informasi intra-industri yang mempunyai efek kontagion. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* positif pada perusahaan *non reporter* pada hari diumumkannya dan 5 hari setelah pengumuman kenaikan dividen.
3. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat menjelaskan besarnya transfer informasi intra-industri, yaitu besarnya perubahan dividen, ukuran perusahaan serta status perusahaan *non reporter*.

Dari hasil penelitian terdahulu di atas dapat diringkas dalam tabel berikut ini :

TABEL 1  
HASIL PENELITIAN TERDAHULU

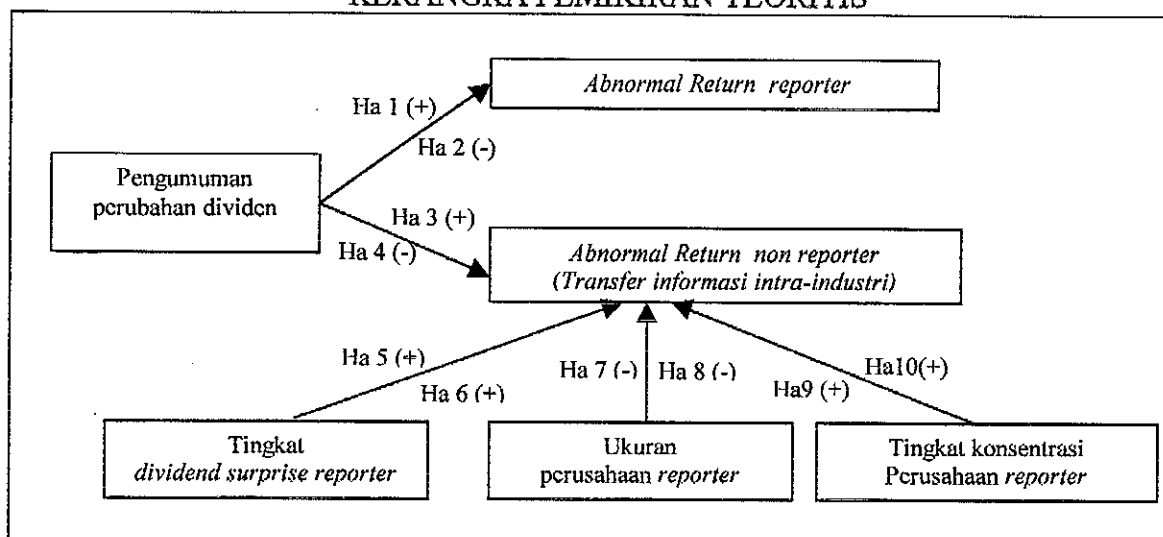
No	Peneliti / Tahun	Tujuan	Alat Analisis	Variabel yang digunakan	Hasil Penelitian
1.	Firth / 1996	Menguji transfer informasi intra-industri dan beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri.	- <i>Event study</i> - Regresi Berganda	Variabel dependen adalah <i>CAR non reporter</i> . Variabel independennya adalah <i>Dividend surprise</i> , korelasi <i>return</i> saham secara historis antara perusahaan <i>reporter</i> dan <i>non reporter</i> , kebijakan dividen sebelumnya perusahaan <i>non reporter</i> , perubahan dividen <i>non reporter</i> tahun sebelumnya dibagi harga saham tahun sebelumnya, ukuran perusahaan <i>reporter</i> , logaritma natural dari satu (1) angka ditambah jumlah analisis yang memberikan <i>forecast</i> untuk perusahaan <i>non reporter</i> .	- Terdapat transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen dengan arah positif.  - Faktor yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri: <i>Dividend surprise</i> , korelasi <i>return</i> saham secara historis antara perusahaan <i>reporter</i> dan <i>non reporter</i> , kebijakan dividen sebelumnya perusahaan <i>non reporter</i> .
2.	Trimeiningrum / 1999	Meneliti ada tidaknya transfer informasi intra-industri	<i>Event study</i>	-	Terdapat transfer informasi intra-industri yang terjadi 5 hari sesudah diumumkannya kenaikan dividen (AR negatif). Untuk penurunan dividen terjadi pada hari diumumkannya serta dua hari sesudah diumumkannya penurunan dividen (AR negatif).
3.	Emilia Frieda/ 2001	Menguji transfer informasi intra-industri dan beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri.	- <i>Event study</i> - Regresi Berganda	<i>Dividend surprise</i> , ukuran perusahaan <i>non reporter</i> , kebijakan dividen sebelumnya perusahaan <i>non reporter</i> (status perusahaan <i>non reporter</i> ).	- Pada penurunan dividen terjadi transfer informasi intra-industri yang mempunyai efek kompetitif (AR positif). Sedangkan kenaikan dividen mempunyai efek kontagion (AR positif). - Variabel yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri tidak ada yang signifikan.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu dimana terdapat perbedaan hasil penelitian antara penelitian Firth dan Emilia (ditemukannya efek kompetitif dalam penelitian Emilia), penelitian ini menguji kembali efek pengumuman perubahan dividen. Terdapat penambahan 1 variabel baru yang digunakan untuk menjelaskan besarnya transfer informasi intra-industri yaitu tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri. Variabel tersebut tidak digunakan baik dalam penelitian Firth maupun penelitian Emilia. Digunakannya variabel ini sesuai dengan saran dari Emilia dimana dalam penelitiannya ternyata ditemukan adanya efek kompetitif. Variabel lainnya yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan *reporter* (dalam penelitian Emilia tidak digunakan) dan tingkat *dividend surprise*.

### 2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Berdasarkan tujuan dan hipotesis dalam penelitian ini, maka kerangka pemikiran dari penelitian ini adalah :

GAMBAR 1  
KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



Pengujian kandungan informasi perubahan dividen dimaksudkan untuk melihat reaksi dari pengumuman perubahan dividen. Jika pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima.

Reaksi pasar ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Brigham (95) menyatakan bahwa jika ada kenaikan dividen sering diikuti dengan kenaikan harga saham, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai sinyal membaiknya kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun, karena investor atau pasar menginterpretasikan penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Berdasarkan hal tersebut diturunkan hipotesis sebagai berikut :

- Ha1 : Investor perusahaan *reporter* bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen di sekitar tanggal pengumuman.
- Ha2 : Investor perusahaan *reporter* bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen di sekitar tanggal pengumuman.

Karena memiliki karakteristik dan beroperasi dalam lingkungan yang sama, pengumuman suatu informasi mengakibatkan perubahan harga saham, tidak hanya terhadap harga saham perusahaan tersebut, melainkan juga terhadap perubahan harga saham perusahaan lain dalam industri dengan tingkat homogenitas yang relatif sama. Transfer informasi intra-industri ini, dapat dilihat jika terdapat *abnormal return*

perusahaan *non reporter* dalam industri yang sama pada periode pengumuman oleh perusahaan *reporter*. Secara umum, studi terdahulu menyimpulkan bahwa perusahaan *non reporter* akan mengubah dividennya dengan arah yang sama ( Laux, *et. al*, 1998). Berdasarkan hal tersebut, diturunkan hipotesis sebagai berikut :

Ha3 : Investor perusahaan *non reporter* bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter* di sekitar tanggal pengumuman.

Ha4 : Investor perusahaan *non reporter* bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter* di sekitar tanggal pengumuman.

Besarnya *dividend surprise* merupakan penyebab timbulnya *abnormal return* (Denis, *et.al*, 1994). Ghosh & Woolridge (1988) menggunakan variabel besarnya *dividend surprise* sebagai proksi bagi kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri dengan asumsi, semakin besar *dividend surprise*, semakin besar pula kandungan informasi yang diterima investor. Berdasarkan hal tersebut, diturunkan hipotesis sebagai berikut :

Ha5 : Tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Ha6 : Tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Ghosh & Woolridge (1988) menunjukkan bahwa makin kecil ukuran perusahaan, makin besar reaksi investor sebab perusahaan kecil biasanya mengeluarkan lebih sedikit informasi. Akibatnya, informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil, lebih menarik investor yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham. Berdasarkan hal tersebut, diturunkan hipotesis sebagai berikut :

Ha7 : Ukuran perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Ha8 : Ukuran perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Hasil penelitian Kohers menunjukkan adanya pengaruh positif tingkat konsentrasi dalam industri terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh positif tingkat konsentrasi dalam industri terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Demikian juga dengan hasil penelitian Lang & Stulz (1992). Sedangkan hasil penelitian Christina (2000) menunjukkan sebaliknya. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh negatif tingkat konsentrasi/kompetisi dalam industri terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Berdasarkan hal tersebut, diturunkan hipotesis sebagai berikut :

Ha9 : Tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengumumkan kenaikan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Ha10: Tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengumumkan penurunan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. JENIS DAN SUMBER DATA

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data dari Bursa Efek Jakarta yang diperoleh secara langsung dari Pojok BEJ UNDIP, *database* UGM berupa *JSX Fact Book*, *JSX Monthly Statistics*, *JSX Statistics* dan *Indonesian Capital Market Directory*. Periode pengamatan mulai 1 Januari 1997 sampai dengan 31 Desember 2001.

#### 3.2. POPULASI DAN TEKNIK PENGAMBILAN SAMPEL

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di BEJ tahun 1997 sampai dengan 2001.

Tabel 2  
JUMLAH PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEJ TAHUN 1997 - 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
Jumlah Perusahaan yang terdaftar di BEJ.	284	291	309	304	330

Sumber: JSX Fact Book 1997 - 2001

Penentuan jumlah sampel perusahaan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan *purposive sampling*. Artinya, anggota populasi yang dijadikan sampel penelitian adalah anggota populasi yang memenuhi kriteria tertentu.

Adapun kriteria tertentu untuk sampel penelitian adalah sebagai berikut :

1. Untuk perusahaan *reporter*, pengumuman dividen yang digunakan adalah pengumuman tunai (*cash dividend*). Untuk menentukan perubahan dividen

(kenaikan/penurunan dividen) antara periode satu dengan periode yang lain dilakukan dengan membandingkan dividen per lembar saham periode tahun yang lalu dengan periode tahun berikutnya.

2. Perusahaan *reporter* membagi dividen satu kali dalam setahun (dividen final).
3. Perusahaan *reporter* tersebut tidak mengalami peristiwa lain yang terjadi pada atau sekitar peristiwa yang diteliti (*event period*) yang secara material mempengaruhi harga saham perusahaan, seperti *corporate action*, pengumuman laba dan sebagainya.
4. Kriteria sampel perusahaan *non reporter* adalah perusahaan yang terdapat pada kelompok industri yang memiliki minimal 4 perusahaan atau lebih dengan jenis produk akhir yang sama (kode industri yang sama).
5. Perusahaan *non reporter* tidak mengumumkan pengumuman spesifik perusahaan (seperti dividen, *earning*, penawaran saham dan sebagainya yang dicatat oleh Bursa Efek Jakarta) dalam 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman dividen oleh perusahaan *reporter*.
6. Sedangkan industri-industri yang memiliki regulasi khusus dari pemerintah seperti industri perbankan dan keuangan, dikeluarkan dari sampel.

### 3.3. METODE PENGUMPULAN DATA

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah secara studi pustaka. Di mana data diperoleh dari berbagai publikasi yang ada, antara lain :

1. Tanggal pengumuman perubahan dividen diperoleh dari *JSX Fact Book 1997-2001* dan *JSX Monthly Statistics 1997-2001*.

2. *Return* saham harian diperoleh dari *database* UGM.
3. *Return* pasar harian diperoleh dari *database* UGM.
4. Laporan keuangan *reporter* tahun 1997-2001 diperoleh dari *JSX Monthly Statistics* 1997-2001.
5. Jumlah saham yang beredar dan harga saham diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.
6. Sumber-sumber lain yang diperoleh dari Pojok BEJ UNDIP, PRPM Jakarta dan *database* UGM.

### **3.4. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL**

1. Transfer informasi intra industri merupakan suatu fenomena atau keadaan yang muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut mengakibatkan perubahan harga saham perusahaan non reporter dalam sektor industri yang sama (Foster, 1986).
2. Berdasarkan peneliti terdahulu yaitu menurut Firth (1996) dan Emilia (2001), perusahaan *reporter* adalah perusahaan yang mengumumkan perubahan dividen (kenaikan/penurunan dividen). Untuk menentukan kenaikan/penurunan dividen dilakukan dengan membandingkan dividen per lembar saham periode tahun yang lalu dengan periode tahun berikutnya.
3. Sedangkan perusahaan *non reporter* adalah perusahaan yang tidak mengumumkan perubahan dividen namun dipengaruhi oleh adanya pengumuman perubahan dividen karena berada dalam sub sektor industri yang sama.

4. Reaksi harga saham perusahaan reporter dan non reporter diproksi dari abnormal return perusahaan tersebut (Firth, 1996 ; Emilia, 2001). Reaksi positif investor perusahaan reporter dan non reporter diproksi dari adanya abnormal return yang positif. Reaksi negatif investor perusahaan reporter dan non reporter diproksi dari adanya abnormal return yang negatif.
5. Return saham dihitung, dengan menggunakan harga saham yaitu harga penutupan saham dengan rata-rata harian. Return pasar dihitung dengan menggunakan IHSG dengan rata-rata harian. Data return harian digunakan dengan argumentasi bahwa data return harian lebih baik dalam hal kemampuan mendeteksi abnormal return (Brown & Warner, 1985) karena mempunyai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan dengan return bulanan.
6. Tingkat *dividend surprise* dinyatakan dalam prosentase dengan rumus :

$$DIV = \frac{(DPS_t - DPS_{t-1})}{DPS_{t-1}}$$

Menurut Ghosh & Woolrige (1988), dan Asquith & Mullins (1983) variabel ini dipilih sebagai proksi bagi *information content* dari perubahan pembayaran dividen.

7. Ukuran perusahaan *reporter* diukur dengan besarnya kapitalisasi pasar pada 1 bulan sebelum pengumuman perubahan dividen yaitu jumlah saham beredar dikalikan harga per lembar saham. Karena nilai kapitalisasi pasar ini besar maka diambil logaritma naturalnya (Eddy & Seifert, 1988; Ghosh & Woolrige, 1988).

8. Tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* diproksi dengan indeks *Herfindahl* terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Indeks ini dihitung dari kuadrat *market share* yaitu proporsi penjualan pada tahun sebelum pengumuman perubahan dividen dengan total penjualan suatu industri (Kohers, 1999; Lang & Stulz, 1992).

### 3.5. TEKNIK ANALISIS

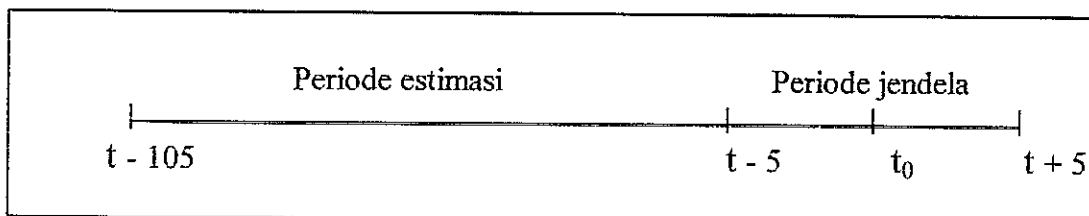
#### 3.5.1. Penentuan Periode Jendela dan Periode Estimasi

Tanggal yang dianggap sebagai *announcement date* dividen adalah tanggal saat perusahaan mengumumkan pembagian dividennya di Bursa Efek Jakarta. Hal ini dilatarbelakangi pengertian bahwa dalam *event study*, penentuan tanggal pengumuman haruslah pengumuman yang dianggap bisa memberikan kejutan bagi investor untuk pertama kalinya (Kartini, 2001). Tanggal ini selanjutnya ditetapkan sebagai  $t_0$ .

Berdasarkan tanggal pengumuman tersebut kemudian ditetapkan periode peristiwa/jendela dalam penelitian ini yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen. Menurut Brown & Warner (1985) dalam Emilia (2001), penentuan periode jendela yang lebih lebar, dikhawatirkan akan menimbulkan reaksi yang dipengaruhi oleh pengumuman lain yang terjadi dengan jarak kejadian yang tidak terlalu jauh dengan pengumuman dividen. Periode jendela sebagai periode pengamatan merupakan periode yang akan dihitung nilai *abnormal return*-nya.

Sedangkan periode estimasi dalam penelitian ini yaitu sejak  $t-105$  sampai dengan  $t-5$ . Menurut Hartono & Suriyanto (1999), penggunaan 100 hari di periode estimasi dianggap cukup baik untuk membentuk model estimasi. Periode estimasi ini selanjutnya akan digunakan untuk mengestimasi *expected return*.

GAMBAR 2  
PERIODE PENELITIAN



### 3.5.2. Pengujian Abnormal Return

Penelitian ini terdiri dari 2 tahap. Tahap pertama menguji hipotesis kesatu sampai keempat yaitu meneliti reaksi pemegang saham perusahaan *reporter* dan *non reporter* terhadap peristiwa pengumuman perubahan dividen. Penelitian ini dilakukan melalui studi peristiwa (*event study*) terhadap emiten yang memenuhi kriteria yang ditentukan peneliti. *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai sebuah pengumuman.

Reaksi pasar terhadap suatu peristiwa dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* yang diterima pasar. *Abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Teknik yang digunakan untuk mengestimasi *expected return* dalam studi peristiwa ini adalah *market model*. Alasan digunakannya metode *market model* adalah karena untuk tanggal-tanggal peristiwa yang terklastr

seperti peristiwa perubahan dividen, penggunaan model estimasi yang menggunakan penyesuaian pasar, akan lebih mampu mendeteksi *abnormal return* dibanding dengan *mean adjusted model* (Fatmawati, 1999).

Langkah-langkah pengujian yang dilakukan adalah :

1. Menghitung *return* saham individual harian setiap periode dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots(1)$$

keterangan :

$R_{it}$  = *return* saham harian i pada hari ke-t

$P_{it}$  = harga saham i pada hari ke-t

$P_{it-1}$  = harga saham i pada hari ke t-1

2. Menghitung *return* pasar harian dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

$R_{mt}$  = *return* pasar harian

$P_{mt}$  = nilai indeks pasar pada hari ke-t

$P_{mt-1}$  = nilai indeks pasar pada hari ke t-1

Indeks pasar yang digunakan dalam perhitungan ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara harian mulai tahun 1997 sampai 2001.

3. Menghitung  $\alpha$  dan  $\beta$  untuk masing-masing saham dengan menggunakan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) antara *return* saham dengan *return* pasar pada periode estimasi. Bila ditulis dalam sebuah rumus adalah sebagai berikut :

$$\beta = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2} \dots\dots\dots(3)$$

$$\alpha = \frac{\sum y - \beta(\sum x)}{n} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan :

X: *return* pasar harian ( $R_{mt}$ )

Y: *return* saham individual harian ( $R_{it}$ )

#### 4. Melakukan koreksi beta

Beta untuk pasar modal yang sedang berkembang, seperti halnya BEJ, perlu disesuaikan. Alasannya adalah beta yang belum disesuaikan masih merupakan beta yang bias yang biasa terjadi di pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar yang tipis (*thin market*). Tindakan yang dilakukan untuk mengurangi bias beta sekuritas ini adalah dengan melakukan koreksi. Menurut hasil penelitian Hartono (1999), metode pengkoreksian terbaik adalah *Fowler* dan *Rorke* karena metode tersebut menggunakan bobot dalam mengalikan koefisien regresinya. Model tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i^{-4} R_{Mt-4} + \beta_i^{-3} R_{Mt-3} + \beta_i^{-2} R_{Mt-2} + \beta_i^{-1} R_{Mt-1} + \dots + \beta_i^{+4} R_{Mt+4} + \varepsilon_i \dots\dots(5)$$

Dalam model di atas, beta pasar dikoreksi dengan 4 periode mundur (4 lag) dan 4 periode maju (4 lead). Model ini digunakan bila data *return* tidak berdistribusi normal. Bila data *return* berdistribusi normal, digunakan metode 1 lag dan 1

*lead* (Hartono, 1998). Koreksian beta perusahaan *i* yang telah dikoreksi bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\beta_i = w_4\beta_i^{-4} + w_3\beta_i^{-3} + w_2\beta_i^{-2} + w_1\beta_i^{-1} + \beta_i + w_1\beta_i^1 + w_2\beta_i^2 + w_3\beta_i^3 + w_4\beta_i^4 \dots (6)$$

dimana *w* adalah bobot yang dipakai untuk mengkoreksi bias beta saham. Bobot yang digunakan untuk mengkalikan koefisien-koefisien regresi tersebut, dapat dihitung dengan rumus :

$$w_1 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$w_2 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$w_3 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$w_4 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4} \dots (7)$$

Sedangkan  $\rho_1, \rho_2, \rho_3$  dan  $\rho_4$  diperoleh dari persamaan :

$$R_{it} = \alpha_i + \rho_1 R_{it-1} + \rho_2 R_{it-2} + \rho_3 R_{it-3} + \rho_4 R_{it-4} + \varepsilon_{it} \dots (8)$$

5. Menghitung *abnormal return* dengan *market model*:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \dots (9)$$

dalam hal ini,

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham *i* pada hari ke-*t*

$R_{it}$  = *actual return* untuk saham *i* pada hari ke-*t*

$R_{mt}$  = *return* pasar pada hari ke-*t*

6. Menghitung return tidak normal rata-rata (*average abnormal return / AAR*)

Pengujian adanya *return* tidak normal dilakukan secara agregat yaitu dengan menguji *average abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa dan dihitung berdasar rata-rata aritmatika sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k} \dots\dots\dots(10)$$

Keterangan :

$AAR_t$  = *average abnormal return* pada hari ke-t

$AR_{it}$  = *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

$k$  = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman perubahan dividen

7. Menghitung signifikansi *abnormal return* :

Untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada pada periode peristiwa diuji dengan t statistik yang dilakukan dengan menstandarisasi nilai *abnormal return* yang dilakukan dengan cara membagi nilai *abnormal return* dengan kesalahan estimasinya (KSE) dengan rumus sebagai berikut :

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{KSE} \dots\dots\dots(11)$$

Keterangan :

$SAR_{it}$  = *standardized abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t selama periode jendela.

$AR_{it}$  = *abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t periode jendela.

$KSE$  = kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

Kesalahan standar estimasi ditentukan berdasarkan deviasi standar *return* selama periode estimasi dengan nilai standar yang digunakan adalah nilai *return* rata-rata dan dihitung dengan cara :

$$KSE_i = \frac{\sqrt{\sum_{t=t1}^{t2} (R_{it} - \bar{R}_i)^2}}{T1 - 2} \dots\dots\dots(12)$$

Keterangan :

$KSE_i$  = kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

$R_{it}$  = *return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t selama periode estimasi

$\bar{R}_i$  = *return* sekuritas ke-i rata-rata selama periode estimasi

$T1$  = jumlah hari di periode estimasi yaitu dari hari ke-t1 sampai hari ke-t2.

Selanjutnya nilai  $SAR_{i,t}$  dapat diartikan sebagai nilai t hitung untuk masing-masing *return* tidak normal sekuritas ke-i pada hari ke-t. Sedangkan  $SAAR_t$  merupakan nilai t hitung untuk masing-masing hari ke-t dalam periode jendela

$$SAAR_t = \frac{1}{\sqrt{k}} \sum_{i=1}^k SAR_{i,t} \dots\dots\dots(13)$$

$SAAR_t$  = *Standardized Abnormal return* portofolio untuk hari ke-t selama periode jendela.

$SAR_{i,t}$  = *Standardized Abnormal return* Sekuritas ke i untuk hari ke-t selama periode jendela.

$k$  = jumlah sekuritas.

8. Menentukan perumusan hipotesis :

$SAAR_t = 0$ , pengumuman dividen tidak mengakibatkan adanya *abnormal return non reporter*

$SAAR_t \neq 0$ , pengumuman dividen mengakibatkan adanya *abnormal return non reporter*

9. Menghitung CAR (*Cumulative Abnormal return*) secara harian untuk tiap-tiap sekuritas selama periode peristiwa :

$$CAR_{it} = \sum_{t=-5}^{t=+5} AR_{it} \dots\dots\dots (14)$$

Keterangan :

$CAR_{it}$  = *cumulative abnormal return* sekuritas  $i$  pada hari ke- $t$

$AR_{it}$  = *abnormal return sekuritas ke- $i$  pada hari ke- $t$*

10. Menentukan kriteria keputusan :

Dengan  $\alpha = 5\%$ ,

Jika  $t$ -hitung  $>$   $t$ -tabel maka  $H_0$  ditolak

Jika  $t$ -hitung  $<$   $t$ -tabel maka  $H_0$  tidak ditolak

### 3.5.3. Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Model regresi akan menghasilkan estimator tidak bias yang baik jika memenuhi asumsi klasik yaitu normalitas data, bebas multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Jika asumsi klasik tidak dipenuhi maka variabel-variabel yang menjelaskan menjadi tidak efisien (Gujarati, 1995) :

### 1. Uji Normalitas Data

Normalitas data merupakan asumsi yang sangat mendasar dalam analisis *multivariate* (Hair, 1995). Normalitas data dapat diuji dengan berbagai cara, diantaranya dengan pendekatan *normal probability plot* yang membandingkan plot nilai residual dari data aktual dengan plot distribusi normal. Pada pendekatan ini, distribusi normal akan ditunjukkan dalam garis diagonal. Jika plotting data aktual terletak pada garis diagonal tersebut atau mendekatinya, berarti data tersebut berdistribusi normal. Sebaliknya jika plotting data aktual berada jauh dari garis diagonal berarti data aktual tersebut tidak berdistribusi normal. Selain dengan pendekatan di atas, dapat juga dilakukan dengan pendekatan uji statistik dari paket statistik dalam komputer (misalnya *Shapiro-Wilks test* dan *Kolmogorov-Smirnov test*).

### 2. Uji Multikolinearitas

Suatu model regresi mengandung multikolinearitas jika ada hubungan yang sempurna antara variabel independen atau terdapat korelasi linear. Konsekuensinya adalah bahwa kesalahan standar estimasi akan cenderung meningkat dengan bertambahnya variabel independen dan probabilitas menerima hipotesis yang salah akan semakin besar. Sehingga model regresi yang diperoleh tidak valid untuk menaksir nilai variabel independen. Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas maka dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *Variance Inflator Factor* (VIF). Gujarati (1995) menyatakan bahwa suatu

variabel dikatakan memiliki kolinearitas yang tinggi apabila memiliki VIF lebih dari 10 atau memiliki *tolerance* yang cenderung mendekati 0.

### 3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi bila ada korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu. Penyimpangan asumsi ini biasanya muncul pada observasi yang menggunakan data *time series*. Konsekuensi adanya autokorelasi ini adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya dan model regresi yang dihasilkan, tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu. Ada tidaknya autokorelasi dapat dideteksi dengan melihat hasil uji Durbin Watson pada analisa regresi, yaitu :

- a. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* ( $du$ ) dan  $(4-du)$  maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
- b. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* ( $dl$ ) maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.
- c. Bila nilai DW lebih besar daripada  $(4-dl)$  maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
- d. Bila nilai DW terletak di antara batas atas ( $du$ ) dan batas bawah ( $dl$ ) atau DW terletak antara  $(4-du)$  dan  $(4-dl)$  maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

#### 4. Uji Heteroskedastisitas

Suatu model regresi dikatakan mengandung heteroskedastisitas, berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan), akibatnya penaksir yang diperoleh tidak efisien baik dalam sampel kecil maupun sampel besar. Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan melihat signifikansi koefisien korelasi *Spearman* yaitu melakukan korelasi *Rank Spearman* antara Absolut Residual (ARES) dengan variabel independen lainnya. Bila terdapat korelasi yang signifikan maka terjadi heteroskedastisitas.

#### 3.5.4. Pengujian Hipotesis

Jika dari pengujian tahap pertama ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan dalam peristiwa perubahan pembayaran dividen maka pengujian dilanjutkan ke tahap berikutnya yaitu :

1. Menguji pengaruh tingkat *dividend surprise* terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter* (hipotesis 5).
2. Menguji pengaruh ukuran perusahaan *reporter* terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter* (hipotesis 6).
3. Menguji tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam suatu industri terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter* (hipotesis 7).

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan model regresi berganda seperti yang dilakukan oleh Firth (1996). Model regresi yang digunakan :

$$CAR_j = \alpha_0 + \beta_1 DIV_i + \beta_2 LNSIZE_i + \beta_3 HI_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots(15)$$

Keterangan :

CAR = *Cumulative Abnormal Return* perusahaan *non reporter* dalam sub sektor industri yang sama selama periode jendela.

DIV = tingkat *dividend surprise*, merupakan besarnya perubahan dividen (penurunan/kenaikan) yang diumumkan perusahaan *reporter*. Diperoleh dengan membandingkan dividen periode ke-t dengan periode sebelumnya, dengan rumus :

$$DIV = \frac{(DPS_t - DPS_{t-1})}{DPS_{t-1}}$$

LNSIZE = ukuran perusahaan *reporter* yang diproksi dengan logaritma natural dari nilai kapitalisasi pasar perusahaan *reporter* pada 1 bulan sebelum perubahan dividen (kenaikan/penurunan dividen).

HI = tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri yang diproksi dengan indeks *Herfindahl*. Indeks ini dihitung dari kuadrat *market share* (proporsi penjualan pada tahun sebelum pengumuman perubahan dividen dengan total penjualan suatu industri).

Hasil yang diperoleh dari analisis regresi akan digunakan untuk menolak atau tidak menolak hipotesis tentang tidak adanya pengaruh antara masing-masing variabel independen dengan variabel dependen. Jika  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  tidak sama dengan nol berarti tingkat *dividend surprise*, ukuran perusahaan *reporter* dan tingkat konsentrasi *reporter* berpengaruh terhadap besar kecilnya *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Jika  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  sama dengan nol berarti tingkat *dividend surprise*, ukuran perusahaan *reporter* dan tingkat konsentrasi *reporter* tidak

berpengaruh terhadap besar kecilnya *abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Untuk memutuskan apakah akan menerima atau menolak masing-masing hipotesis, digunakan kriteria seperti tersebut di bawah ini dengan tingkat  $\alpha = 5\%$  :

Jika  $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$  maka  $H_0$  ditolak

Jika  $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$  maka  $H_0$  tidak ditolak

## BAB IV

### ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

Pembahasan dalam penelitian ini dilakukan dengan menjelaskan beta saham koreksian, *event study*, hasil pengujian regresi serta analisa pengujian yang dilakukan.

#### 4.1 Pemilihan Sampel

Sampel penelitian ini adalah pengumuman penurunan dan kenaikan dividen pada periode tahun 1997 sampai dengan 2001. Di mana dari sekian banyak perusahaan setelah disesuaikan dengan kriteria-kriteria yang ditentukan maka diperoleh jumlah sampel perusahaan *reporter* untuk penurunan dividen adalah 20 perusahaan dan untuk kenaikan dividen sebanyak 13 perusahaan. Sedangkan jumlah sampel untuk perusahaan *non reporter* untuk penurunan dividen adalah 50 perusahaan dan untuk kenaikan dividen adalah 34 perusahaan. Selanjutnya sampel perusahaan *non reporter* ini akan dilihat reaksinya untuk menentukan apakah terjadi transfer informasi intra industri.

#### 4.2 Uji Normalitas Data *Return*

Uji normalitas data *return* dilakukan untuk mengetahui model koreksi beta dalam metode *Fowler* dan *Rorke* yang akan digunakan dalam penelitian ini. Apabila data *return* berdistribusi normal maka model yang digunakan adalah metode 1 *lag* dan 1 *lead*, sementara apabila data *return* berdistribusi tidak normal maka model yang digunakan adalah metode 4 *lag* dan 4 *lead*. Alat uji yang

digunakan adalah *Kolmogorov-Smirnov Test*, dengan persyaratan signifikansi *Kolmogorof-Smirnov Test*  $< \alpha$  (0,05) maka data *return* berdistribusi secara normal. Sebaliknya jika signifikansi *Kolmogorof-Smirnov Test*  $> \alpha$  (0,05) maka data *return* tidak berdistribusi secara normal. Tingkat signifikansi *Kolmogorov-Smirnov Test* pada masing-masing perusahaan *reporter* dan *non reporter* dapat dilihat pada lampiran 3 dan 4

Pada lampiran tersebut diketahui bahwa signifikansi *Kolmogorov-Smirnov Test* untuk semua data *return* baik perusahaan *reporter* maupun perusahaan *non reporter* yang digunakan dalam penelitian ini berada di bawah  $\alpha$  (0,05) sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah data *return* semua perusahaan sampel berdistribusi secara normal. Hasil uji tersebut menjadi dasar penentuan model koreksi beta dalam metode *Fowler* dan *Rorke* 1 *lag* dan 1 *lead* menjadi model yang digunakan dalam penelitian ini.

### 4.3 Beta Saham Koreksian

Beta pasar merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas di pasar. Jika tidak bias, maka beta pasar hasil dari rata-rata tertimbang ini akan sama dengan 1. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran 6 dan 7 terlihat bahwa rata-rata tertimbang beta semua sekuritas sebelum dikoreksi memiliki nilai 0,09211. Nilai beta pasar ini secara statistik signifikan (dengan tingkat signifikansi 0,05% serta nilai  $Z$  hitung = -29,335) berbeda dengan nilai 1. Hal ini menunjukkan bahwa beta sekuritas merupakan beta yang bias.

Dengan demikian maka perlu dilakukan koreksi terhadap beta sekuritas. Koreksi terhadap beta sekuritas pada penelitian ini menggunakan metode *Fowler*

dan *Rorke* dengan periode koreksi yang digunakan yaitu satu periode mundur (*lag*) dan satu periode maju (*lead*) karena data yang digunakan terbukti berdistribusi secara normal. Dari hasil perhitungan pada lampiran 7 terlihat bahwa rata-rata tertimbang beta semua sekuritas setelah dikoreksi dengan metode *Fowler* dan *Rorke* dengan periode koreksi yang digunakan yaitu satu periode mundur (*lag*) dan satu periode maju (*lead*) sebesar 0,31504 lebih mendekati 1 dibandingkan dengan beta yang diperoleh sebelum dilakukan koreksi (0,09211).

#### 4.4 Pengujian *Average Abnormal Return* Perusahaan *Reporter*

Untuk mengetahui reaksi investor perusahaan *reporter* terhadap pengumuman perubahan dividen maka dilakukan pengujian rata-rata *abnormal return* perusahaan *reporter* pada periode disekitar adanya pengumuman perubahan dividen oleh perusahaan *reporter*. Perubahan pembayaran dividen yang dimaksudkan adalah pembayaran dividen yang naik dan pembayaran dividen yang turun. Pengujian rata-rata *abnormal return* dilakukan dengan uji t dua sisi dengan membandingkan nilai  $t_{hitung}$  yang diperoleh dengan  $t_{tabel}$ .

##### 4.4.1 Pengujian Pengumuman Kenaikan Dividen

Hipotesis yang akan diuji pada *event* kenaikan dividen yaitu :

$H_0 : AAR_t = 0$  Investor perusahaan *reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan deviden di sekitar tanggal pengumuman.

$H_a : AAR_t \neq 0$  Investor perusahaan *reporter* bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan deviden di sekitar tanggal

pengumuman.

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 13 perusahaan *reporter* yang akan diuji signifikansi *Average Abnormal Return*-nya. Hasil pengujian statistik *Abnormal Return* dapat dilihat pada tabel 3.

TABEL 3  
HASIL PENGUJIAN *ABNORMAL RETURN* HARIAN *REPORTER*  
DI PERIODE JENDELA PENGUMUMAN KENAIKAN  
PEMBAYARAN DIVIDEN *REPORTER*

Hari ke-t	AAR <sub>t</sub>	Signifikansi	T hitung
t-5	0,0594	0,000**	6,799
t-4	-0,3057	0,129	-61,485
t-3	0,4116	0,000**	20,117
t-2	0,0164	0,334	1,007
t-1	-0,0881	0,261	-2,064
t 0	-0,0368	0,298	-1,088
t+1	-0,0853	0,341	-0,991
t+2	0,1424	0,001**	4,620
t+3	-0,0964	0,115	-5,372
t+4	-0,0966	0,124	-5,179
t+5	0,2244	0,000**	7,512

Sumber : Data yang diolah, 2003.

AAR<sub>t</sub> = *Average Abnormal Return* tidak normal pada hari ke-t

\* = signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1,782$  atau  $t < -1,782$ )

\*\* = signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,681$  atau  $t < -2,681$ )

Pada tabel 3 ditunjukkan ringkasan hasil pengujian hipotesis pertama tentang *Average Abnormal Return* perusahaan *reporter* di sekitar periode jendela pengumuman kenaikan dividen perusahaan *reporter* yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman kenaikan dividen. Hasil pengujian selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 8.

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa terdapat *abnormal return* selama 11 hari namun tidak semuanya signifikan. Dengan tingkat signifikansi sebesar 1% dan *degree of freedom*  $n-1 = 13-1 = 12$  maka diperoleh t tabel sebesar

2,681. Bila  $t$  tabel ini dibandingkan dengan  $t$  hitung maka terdapat *abnormal return* yang tidak signifikan yaitu pada 4 hari sebelum pengumuman ( $t-4$ ), pada 2 hari sebelum pengumuman ( $t-2$ ), pada 1 hari sebelum pengumuman ( $t-1$ ), pada saat pengumuman kenaikan dividen ( $t 0$ ), pada 1 hari sesudah pengumuman ( $t+1$ ), 3 hari sesudah pengumuman ( $t+3$ ) dan 4 hari sesudah pengumuman kenaikan ( $t+4$ ).

*Abnormal Return* yang signifikan muncul pada  $t-5$ ,  $t-3$ ,  $t+2$ ,  $t+5$  dengan arah positif. Hal ini berarti hipotesis nol bahwa investor perusahaan *reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen di sekitar tanggal pengumuman ditolak atau hipotesis alternatif bahwa investor perusahaan *reporter* bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen di sekitar tanggal pengumuman diterima.

Munculnya reaksi investor sebelum pengumuman diduga terjadi karena adanya kebocoran informasi sehingga sebagian investor sudah mengetahui rencana kenaikan dividen sebelum secara resmi diumumkan ke masyarakat. Reaksi investor yang signifikan yang tidak muncul pada saat pengumuman dividen menunjukkan adanya distribusi informasi yang belum simetris, yaitu hanya beberapa investor saja yang mendapat informasi tersebut.

Reaksi investor yang positif dan signifikan baru muncul pada hari ke-2 setelah pengumuman kenaikan dividen. Pada hari ke-5 setelah pengumuman kenaikan dividen, muncul lagi reaksi investor yang positif dan signifikan. *Abnormal return* yang positif signifikan pada 2 hari dan 5 hari setelah pengumuman kenaikan dividen menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat dan

berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar belum efisien secara informasi dan keputusan).

Reaksi investor yang positif signifikan terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen sesuai dengan *signaling theory*. Brigham (1995) menyatakan bahwa pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen yang dibayarkan sebagai sinyal peningkatan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Hal ini berakibat pasar bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen.

#### **4.4.2 Pengujian Pengumuman Penurunan Dividen**

Untuk kelompok dividen yang menurun maka hipotesis yang akan diuji yaitu :

$H_0 : AAR_t = 0$  Investor perusahaan *reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman penurunan deviden di sekitar tanggal pengumuman.

$H_a2 : AAR_t \neq 0$  Investor perusahaan *reporter* bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan deviden di sekitar tanggal pengumuman.

Dalam penelitian ini terdapat sampel 20 perusahaan *reporter* yang akan diuji signifikansi *Average Abnormal Return*. Hasil pengujian statistik *Abnormal Return* dapat dilihat pada tabel 4.

TABEL 4  
HASIL PENGUJIAN *ABNORMAL RETURN REPORTER*  
DI PERIODE JENDELA PENGUMUMAN PENURUNAN  
PEMBAYARAN DIVIDEN *REPORTER*

Hari ke t	AAR <sub>t</sub>	Signifikansi	t hitung
t-5	0,0595	0,174	10,348
t-4	-0,2201	0,187	-47,544
t-3	0,4160	0,224	48,701
t-2	0,0474	0,203	9,315
t-1	-0,2808	0,165	-46,357
t 0	-0,0220	0,003**	-3,337
t+1	-0,2121	0,000**	-34,526
t+2	0,2493	0,236	52,066
t+3	-0,0723	0,000**	-12,222
t+4	-0,1967	0,000**	-35,451
t+5	0,2757	0,621	41,834

Sumber : Data yang diolah, 2003.

AAR<sub>t</sub> = *average abnormal return* pada hari ke-t

\* = signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1,729$  atau  $t < -1,729$ )

\*\* = signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,539$  atau  $t < -2,539$ )

Pada tabel 4 ditunjukkan ringkasan hasil pengujian hipotesis kedua tentang *Average Abnormal Return* perusahaan *reporter* di sekitar periode jendela pengumuman penurunan dividen perusahaan *reporter* yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman penurunan dividen. Hasil pengujian selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 9.

Berdasarkan hasil perhitungan menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* selama 11 hari periode jendela namun tidak semuanya signifikan. Dengan tingkat signifikansi 5% dan 1% serta *degree of freedom* sebesar  $n-1 = 20-1 = 19$ , maka diperoleh t tabel sebesar 1,729 dan 2,539. Bila t tabel dibandingkan dengan t hitung maka terlihat bahwa *abnormal return* perusahaan *reporter* selama periode jendela signifikan pada tingkat signifikansi 1% dan 5% kecuali pada 5 hari sampai

1 hari sebelum pengumuman serta pada 2 hari dan 5 hari setelah pengumuman.

Reaksi investor yang negatif signifikan terhadap pengumuman penurunan dividen terjadi pada hari pengumuman ( $t=0$ ), satu hari sesudah ( $t+1$ ), tiga hari sesudah ( $t+3$ ) dan empat hari sesudah ( $t+4$ ). Hal ini berarti hipotesis nol bahwa investor perusahaan *reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman penurunan dividen di sekitar tanggal pengumuman ditolak atau hipotesis alternatif bahwa investor perusahaan *reporter* bereaksi terhadap pengumuman penurunan dividen di sekitar tanggal pengumuman diterima.

Reaksi investor yang negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen sesuai dengan *signaling theory*. Brigham (1995) menyatakan bahwa pasar cenderung menginterpretasikan penurunan dividen yang dibayarkan sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Hal ini berakibat pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen.

*Abnormal Return* yang masih negatif signifikan pada 1 hari, 3 hari, hingga 4 hari setelah pengumuman menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar belum efisien secara informasi dan keputusan). Munculnya reaksi investor sebelum pengumuman diduga terjadi karena adanya kebocoran informasi sehingga sebagian investor sudah mengetahui rencana penurunan dividen sebelum secara resmi diumumkan ke masyarakat.

#### **4.5 Pengujian *Average Abnormal Return* Perusahaan *Non Reporter***

Untuk mengetahui adanya transfer informasi maka dilakukan pengujian *Average Abnormal Return* perusahaan *non reporter* pada periode disekitar adanya

pengumuman perubahan dividen oleh perusahaan *reporter*. Perubahan pembayaran dividen yang dimaksudkan adalah pembayaran dividen yang naik dan pembayaran dividen yang turun. Pengujian *Average Abnormal Return* dilakukan dengan uji t dua sisi dengan membandingkan nilai  $t_{hitung}$  yang diperoleh dengan  $t_{tabel}$ .

#### 4.5.1 Pengujian Pengumuman Kenaikan Dividen

Hipotesis yang akan diuji pada *event* kenaikan dividen yaitu :

$H_0 : AAR_t = 0$  Investor perusahaan *non reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman.

$H_a : AAR_t \neq 0$  Investor perusahaan *non reporter* bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman.

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 34 perusahaan *non reporter* yang akan diuji signifikansi *Average Abnormal Return*nya. Hasil pengujian statistik *Abnormal Return* dapat dilihat pada tabel 5.

TABEL 5  
HASIL PENGUJIAN *ABNORMAL RETURN* HARIAN *NON REPORTER* DI  
PERIODE JENDELA PENGUMUMAN KENAIKAN PEMBAYARAN DIVIDEN *REPORTER*

Hari ke-t	AAR <sub>t</sub>	Signifikansi	T hitung
t-5	0,025026202	0,189	1,750
t-4	-0,025745141	0,349	-0,950
t-3	-0,181653839	0,000 **	-9,968
t-2	0,24652649	0,331	4,517
t-1	0,084013696	0,155	6,130
t 0	-0,195288347	0,000 **	-8,873
t+1	0,001775345	0,829	0,218
t+2	-0,186113648	0,000 **	-10,277
t+3	0,159379253	0,354	5,133
t+4	0,07784864	0,187	1,766
t+5	-0,12110022	0,000 **	-4,359

Sumber : Data yang diolah, 2003.

AAR<sub>t</sub> = rata-rata return tidak normal pada hari ke-t

\* = signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$  ( $t > 2,035$  atau  $t < -2,035$ )

\*\* = signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,758$  atau  $t < -2,758$ )

Pada tabel 5 ditunjukkan ringkasan hasil pengujian hipotesis ketiga tentang *Average Abnormal Return* perusahaan *non reporter* di sekitar periode jendela pengumuman kenaikan dividen perusahaan *reporter* yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman kenaikan dividen. Hasil pengujian selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 10.

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* selama 11 hari namun tidak semuanya signifikan. Dengan tingkat signifikansi sebesar 1% dan *degree of freedom*  $n-1 = 34-1 = 33$  maka diperoleh t tabel sebesar 2,758. Bila t tabel ini dibandingkan dengan t hitung maka terdapat *abnormal return* yang signifikan yaitu pada tiga hari sebelum pengumuman kenaikan dividen (t-3) dan pada saat pengumuman kenaikan dividen (t 0) dengan tingkat signifikansi sebesar 1% dan pada 2 hari dan (t+2) serta pada 5 hari sesudah

pengumuman kenaikan dividen ( $t+5$ ).

Hal ini berarti hipotesis nol bahwa investor perusahaan *non reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan deviden oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman ditolak atau hipotesis alternatif bahwa investor perusahaan *non reporter* bereaksi terhadap pengumuman kenaikan deviden oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman diterima.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada hari sebelum pengumuman, yaitu 3 hari sebelum pengumuman, investor perusahaan *non reporter* memperoleh *abnormal return* yang signifikan. *Abnormal Return* yang signifikan pada  $\alpha = 0,01$  sebelum pengumuman kenaikan dividen mungkin disebabkan karena adanya kebocoran informasi, yaitu investor perusahaan *non reporter* sudah mengetahui rencana kenaikan dividen sebelum secara resmi diumumkan ke masyarakat.

Pada hari pengumuman nilai *abnormal return* adalah negatif signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Nilai negatif yang signifikan tersebut menunjukkan adanya efek kompetitif dalam industri tersebut, sehingga apa yang menjadi berita baik dalam suatu perusahaan, merupakan berita buruk bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan pesaing mempersepsikan bahwa pengumuman kenaikan dividen merefleksikan harapan positif dari perusahaan *reporter* terhadap kinerja jangka panjang perusahaan, dengan demikian pengumuman ini merupakan ancaman bagi perusahaan lain yang tidak mengumumkan kenaikan dividen dalam industri yang sama.

Perbedaan arah reaksi antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Emilia (2001) mungkin disebabkan karena penelitian Emilia (2001) dilakukan dalam periode sebelum krisis ekonomi, sedangkan penelitian ini dilakukan pada masa krisis ekonomi. Dalam keadaan krisis ekonomi kondisi perusahaan pada umumnya mengalami kesulitan sehingga bila dalam keadaan tersebut ada perusahaan yang bisa mengalami peningkatan dalam kinerjanya maka tentunya perusahaan tersebut akan lebih menarik perhatian para investor dan menjadi ancaman bagi perusahaan yang lainnya. Hal ini sesuai dengan pendapat Kohers (1999) yang menyatakan bahwa dalam masa resesi, pengumuman kenaikan dividen mungkin tidak akan merupakan berita baik bagi perusahaan lain dalam industri yang sama.

*Abnormal return* yang masih negatif signifikan pada 2 hari dan 5 hari setelah pengumuman kenaikan dividen menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar belum efisien secara informasi dan keputusan),

#### **4.5.2 Pengujian Pengumuman Penurunan Dividen**

Untuk kelompok dividen yang menurun maka hipotesis yang akan diuji yaitu :

$H_0 : AAR_t = 0$  Investor perusahaan *non reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman penurunan deviden oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman.

$H_a : AAR_t \neq 0$  Investor perusahaan *non reporter* bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan deviden oleh perusahaan *reporter*

disekitar tanggal pengumuman.

Dalam penelitian ini terdapat sampel 50 perusahaan *non reporter* yang akan diuji signifikansi *average abnormal return*nya. Hasil pengujian statistik *Abnormal Return* dapat dilihat pada tabel 6.

TABEL 6  
HASIL PENGUJIAN *ABNORMAL RETURN* HARIAN *NON REPORTER* DI PERIODE  
JENDELA PENGUMUMAN PENURUNAN PEMBAYARAN DIVIDEN *REPORTER*

Hari ke t	AAR <sub>t</sub>	Signifikansi	t hitung
t-5	-0,026503609	0,001 **	-3,606
t-4	0,076669833	0,198	17,794
t-3	-0,251530677	0,000 **	-31,302
t-2	0,409773281	0,214	66,507
t-1	0,047018675	0,142	6,110
t 0	-0,257532541	0,000 **	-32,032
t+1	0,011327447	0,202	2,231
t+2	-0,23879874	0,000 **	-22,909
t+3	0,271705134	0,257	35,672
t+4	-0,06108107	0,000 **	-10,892
t+5	-0,015690541	0,197	-1,694

Sumber : Data yang diolah, 2003.

AAR<sub>t</sub> = *Average Abnormal Return* pada hari ke-t

\* = signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$  ( $t > 2,010$  atau  $t < -2,010$ )

\*\* = signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,735$  atau  $t < -2,735$ )

Pada tabel 6 ditunjukkan ringkasan hasil pengujian hipotesis keempat tentang *average abnormal return* perusahaan *non reporter* di sekitar periode jendela pengumuman penurunan dividen perusahaan *reporter* yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman penurunan dividen. Hasil pengujian selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 11.

Berdasarkan hasil perhitungan dapat dilihat bahwa terdapat *abnormal return* selama 11 hari periode jendela namun tidak semuanya signifikan. Dengan tingkat signifikansi 1% serta *degree of freedom* sebesar  $n-1 = 50-1 = 49$ , maka

diperoleh t tabel sebesar 2,010. Bila t tabel ini dibandingkan dengan t hitung pada tabel 6 maka dapat dilihat bahwa *abnormal return* perusahaan *reporter* selama periode jendela signifikan pada 5 hari dan 3 hari sebelum pengumuman, pada hari pengumuman, pada hari ke-2, dan hari ke-4 setelah pengumuman.

Hal ini berarti hipotesis nol bahwa investor perusahaan *non reporter* tidak bereaksi terhadap pengumuman penurunan deviden oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman ditolak atau hipotesis alternatif bahwa Investor perusahaan *non reporter* bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan deviden oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman diterima.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada hari sebelum pengumuman, yaitu 5 hari dan 3 hari sebelum pengumuman, investor perusahaan *non reporter* memperoleh *abnormal return* yang signifikan. *Abnormal Return* yang signifikan pada  $\alpha = 1\%$  sebelum pengumuman penurunan deviden mungkin disebabkan karena adanya kebocoran informasi, yaitu investor perusahaan *non reporter* sudah mengetahui rencana penurunan deviden sebelum secara resmi diumumkan ke masyarakat.

Pada hari pengumuman nilai *abnormal return* adalah negatif signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Nilai negatif yang signifikan tersebut menunjukkan adanya efek kontagion dalam industri tersebut, sehingga apa yang menjadi berita buruk dalam suatu perusahaan, merupakan berita buruk bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan pesaing mempersepsikan bahwa pengumuman penurunan deviden mempunyai implikasi negatif, tidak

hanya untuk investor perusahaan *reporter* tetapi juga untuk investor perusahaan *non reporter*.

Arah reaksi ini berbeda dengan arah dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Emilia (2001), hal ini kemungkinan besar juga disebabkan karena penelitian ini dilakukan pada kondisi krisis ekonomi. Hal ini sesuai dengan pendapat Kohers (1999) yang menyatakan bahwa dalam masa resesi, pengumuman penurunan dividen akan menimbulkan reaksi negatif yang signifikan dalam *abnormal return* perusahaan *non reporter* karena investor menganggap pengumuman ini sebagai refleksi negatif dari prospek industri secara keseluruhan.

*Abnormal return* yang masih negatif signifikan pada 2 hari dan 4 hari setelah pengumuman kenaikan dividen menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar belum efisien secara informasi dan keputusan).

#### **4.6 Hasil Pengujian Asumsi Klasik**

Sebelum dilakukan analisis regresi terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik. Ada tiga asumsi klasik yang dianggap penting (Gujarati, 1995) yaitu multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

##### **4.6.1 Pengujian Gejala Multikolinieritas**

Pengujian asumsi klasik ini dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor (VIF)*. Secara umum jika *VIF* lebih besar dari 10 maka variabel tersebut mempunyai persoalan multikolinieritas dengan variabel bebas lainnya

(Hair, *et al.*, 1998). Berikut ini adalah tabel hasil pengujian multikolinieritas :

TABEL 7  
HASIL PENGUJIAN MULTIKOLINIERITAS  
UNTUK PENURUNAN DIVIDEN

No	Variabel	VIF	Kesimpulan
1	DIV	1,323	Tidak ada multikol
2	LNSIZE	1,553	Tidak ada multikol
3	HI	1,248	Tidak ada multikol

Sumber : Data yang diolah, 2003.

Berdasarkan tabel 7 di atas diketahui bahwa nilai *VIF* pada hasil pengujian untuk penurunan dividen lebih kecil dari 10 sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa tidak ditemukan persoalan multikolinieritas dalam model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil pengujian selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 13.

TABEL 8  
HASIL PENGUJIAN MULTIKOLINIERITAS  
UNTUK KENAIKAN DIVIDEN

No	Variabel	VIF	Kesimpulan
1	DIV	2,030	Tidak ada multikol
2	LNSIZE	2,122	Tidak ada multikol
3	HI	1,198	Tidak ada multikol

Sumber : Data yang diolah, 2003.

Berdasarkan tabel 8 di atas diketahui bahwa nilai *VIF* pada hasil pengujian untuk kenaikan dividen lebih kecil dari 10 sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa tidak ditemukan persoalan multikolinieritas dalam model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil pengujian selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 16.

#### 4.6.2 Pengujian Gejala Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan melihat hasil uji *Durbin Watson*

pada analisis regresi. Berikut adalah persyaratan uji *Durbin Watson* secara lengkap dalam tabel 9 :

TABEL 9  
PERSYARATAN UJI *DURBIN WATSON*

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Ditolak	$0 < d < dL$
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak ada keputusan	$dL \leq d \leq dU$
Tidak ada korelasi negatif	Ditolak	$4 - dL < d < 4$
Tidak ada korelasi negatif	Tidak ada keputusan	$4 - dU \leq d \leq 4 - dL$
Tidak ada autokorelasi positif atau negatif	Tidak ditolak	$dU < d < 4 - dU$

Sumber : Gujarati, 1995.

Untuk sampel penurunan dividen, berdasarkan hasil regresi yang dapat dilihat pada lampiran 14 menunjukkan bahwa nilai DW hitung sebesar 1,814. Sedangkan nilai DW tabel untuk  $n = 50$  dan  $k = 3$  pada tingkat signifikansi 0,05 dapat diperoleh nilai  $dL = 1,421$ ;  $dU = 1,674$ ;  $4 - dL = 2,579$ ;  $4 - dU = 2,326$ . Dengan demikian  $dU < d < 4 - dU$  sehingga berdasarkan tabel persyaratan dapat disimpulkan untuk sampel penurunan dividen tidak terdapat gejala autokorelasi baik positif maupun negatif. Hasil pengujian autokorelasi untuk kenaikan dividen selengkapnya baik bisa dilihat pada lampiran 17.

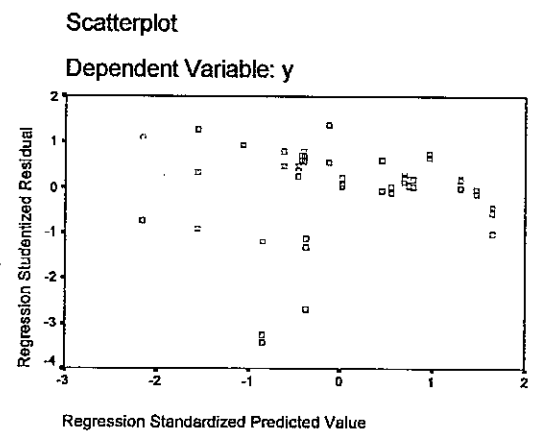
Sementara itu untuk sampel kenaikan dividen, berdasarkan hasil regresi yang dapat dilihat pada lampiran 17 menunjukkan bahwa nilai DW hitung sebesar 1,683. Sedangkan nilai DW tabel untuk  $n = 34$  dan  $k = 3$  pada tingkat signifikansi 0,05 dapat diperoleh nilai  $dL = 1,271$ ;  $dU = 1,652$ ;  $4 - dL = 2,729$ ;  $4 - dU = 2,348$ . Dengan demikian  $dU < d < 4 - dU$  sehingga berdasarkan tabel persyaratan dapat disimpulkan untuk sampel kenaikan dividen tidak terdapat gejala autokorelasi baik positif maupun negatif. Hasil pengujian autokorelasi untuk kenaikan dividen selengkapnya baik bisa dilihat pada lampiran 17.

### 4.6.3 Pengujian Gejala Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan *scatterplot* pada uji regresi yang telah dilakukan sebelumnya. Dalam uji ini yang perlu diperhatikan adalah dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada *scatterplot* dari variabel terikat, dimana jika tidak terdapat pola tertentu maka tidak terjadi heteroskedastisitas namun apabila terdapat pola tertentu maka terjadi heterokedastisitas pada data yang digunakan dalam penelitian ini. *Scatterplot* didapatkan dari output uji regresi melalui penambahan plots dengan *sresid* sebagai Y dan *zpred* sebagai X.

Berikut adalah *scatter plot* disajikan dalam gambar di bawah ini.

GAMBAR 3  
SCATTER PLOT UJI HETEROKEDASTISITAS  
SAMPEL PENURUNAN DIVIDEN

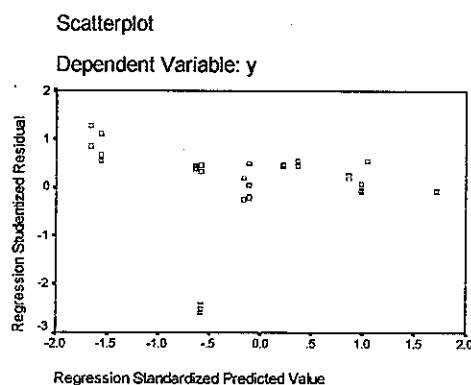


Sumber : Data yang diolah, 2003.

Berdasarkan gambar 3 tersebut menunjukkan bahwa tidak ada asumsi heteroskedastisitas dalam data yang digunakan dalam sampel penurunan pada penelitian ini. Hal tersebut diketahui dengan melihat sebaran data pada *scatter plot* dimana persebarannya tidak membentuk sebuah pola tertentu (acak) sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa tidak ditemukan heteroskedastisitas dalam data

penelitian ini atau asumsi homokedastisitas diterima. Grafik *scatter plot* untuk sampel kenaikan disajikan dalam gambar berikut ini :

GAMBAR 4  
SCATTER PLOT UJI HETEROKEDASTISITAS  
SAMPEL KENAIKAN DIVIDEN



Sumber : Data yang diolah, 2003.

Gambar 4 menunjukkan bahwa sebaran data pada *scatter plot* dimana persebarannya tidak membentuk sebuah pola tertentu (acak) sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa tidak ditemukan heteroskedastisitas dalam data sampel kenaikan pada penelitian ini atau asumsi homokedastisitas diterima. Mankiw (1990) dalam Gujarati (1995) menyatakan bahwa heteroskedastisitas sering ditemukan pada data jenis *cross section* seperti yang digunakan dalam penelitian ini.

#### 4.7 Hasil Pengujian Regresi

Baik sampel penurunan dan kenaikan dividen dilakukan analisis regresi untuk melihat pengaruh perubahan dividen (dalam hal ini besarnya penurunan dan kenaikan dividen) yang diumumkan perusahaan *reporter* terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter* dalam subsektor industri yang sama. Pengujian ini disebut juga pengujian *multivariate*, yaitu pengujian yang

dimaksudkan untuk menginvestigasi lebih detail pengaruh karakteristik perusahaan yang diproksi oleh tingkat *dividend surprise* (*DIV*), ukuran perusahaan (*LNSIZE*), dan tingkat konsentrasi perusahaan dalam industri (*HI*) terhadap *cumulative abnormal return* (*CAR*) perusahaan *non reporter*. Berikut ini hasil pengujian regresi yang diperoleh :

TABEL 10  
HASIL PENGUJIAN REGRESI SAMPEL PENURUNAN DIVIDEN

$$CAR = \alpha_0 + \beta_1 DIV_i + \beta_2 LNSIZE_j + \beta_3 HI$$

	Koefisien	t statistik	F	Sig.	R <sup>2</sup>
Konstanta	0,363	4,773		0,000	
<i>DIV</i>	0,006176	4,447		0,000	
<i>LNSIZE</i>	-0,0166	-5,517		0,000	
<i>HI</i>	16,799	4,577		0,000	
Model			35,032	0,000	0,676

Dependen : *CAR* perusahaan *non reporter*

Berdasarkan tabel 10 dapat diketahui bahwa variabel besarnya penurunan dividen (*DIV*) memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *DIV* memiliki t hitung sebesar 4,447 sedangkan t tabel adalah 2,010 pada tingkat signifikansi 5% atau dengan *p value* = 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa besarnya penurunan dividen perusahaan *reporter* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*. Hasil pengujian regresi untuk penurunan dividen selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 12.

Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Firth (1996) yaitu bahwa arah variabel tingkat *dividend surprise* sesuai dengan arah transfer informasi intra-industri. Arah variabel *dividend surprise* dalam pengumuman penurunan dividen

ini adalah positif, sesuai dengan hasil pengujian untuk  $H_{a4}$  yang menunjukkan bahwa terjadi transfer informasi intra-industri dengan arah positif untuk pengumuman penurunan dividen.

Sedangkan variabel ukuran perusahaan (*LNSIZE*) memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel *LNSIZE* memiliki *t* hitung sebesar -5,517 sedangkan *t* tabel adalah -2,010 pada tingkat signifikansi 5% atau dengan *p value* = 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan *reporter* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*.

Hasil pengujian ini berbeda dengan hasil penelitian Firth (1996) yang menunjukkan bahwa arah variabel ukuran perusahaan *reporter* adalah positif. Arah negatif koefisien variabel *LNSIZE* dalam penelitian ini, sesuai dengan hasil penelitian Ghosh & Woolridge (1988) yang menyatakan bahwa makin kecil ukuran perusahaan, makin besar reaksi investor.

Variabel tingkat konsentrasi dalam industri (*HI*) berdasarkan tabel di atas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal tersebut ditunjukkan oleh variabel *HI* yang memiliki *t* hitung sebesar 4,577 sedangkan *t* tabel adalah 2,010 pada tingkat signifikansi 5% atau dengan *p value* = 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*.

Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Kohers (1999) yang menunjukkan bahwa variabel tingkat konsentrasi dalam industri berpengaruh positif signifikan terhadap besarnya transfer informasi intra-industri.

TABEL 11  
HASIL PENGUJIAN REGRESI SAMPEL KENAIKAN DIVIDEN

$$CAR = \alpha_0 + \beta_1 DIV_i + \beta_2 LNSIZE_j + \beta_3 HI$$

	koefisien	t statistik	F	Sig.	R <sup>2</sup>
Konstanta	1,380	8,056		0,000	
<i>DIV</i>	- 0,0192	-5,764		0,000	
<i>LNSIZE</i>	-0,0608	-8,799		0,000	
<i>HI</i>	28,094	2,071		0,047	
Model			25,812	0,000	0,693

Dependen : *CAR* perusahaan *non reporter*

Untuk *event* kenaikan dividen berdasarkan tabel 11 juga diketahui bahwa variabel besarnya kenaikan dividen (*DIV*) berpengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Variabel *DIV* memiliki t hitung sebesar -5,764. Sedangkan t tabel adalah 2,010 pada tingkat signifikansi 5% atau dengan *p value* = 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa besarnya kenaikan dividen perusahaan *reporter* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*. Hasil pengujian regresi untuk kenaikan dividen selengkapnya bisa dilihat pada lampiran 15.

Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Firth (1996) yaitu bahwa arah variabel tingkat *dividend surprise* sesuai dengan arah transfer informasi intra-industri. Arah variabel *dividend surprise* dalam pengumuman kenaikan dividen ini adalah negatif, sesuai dengan hasil pengujian untuk *Ha3* yang menunjukkan bahwa terjadi transfer informasi intra-industri dengan arah negatif untuk

pengumuman kenaikan dividen.

Variabel ukuran perusahaan (*LNSIZE*) terbukti memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Variabel *LNSIZE* memiliki t hitung sebesar  $-8,799$ . Sedangkan t tabel adalah  $-2,010$  pada tingkat signifikansi 5% atau dengan *p value* = 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan *reporter* yang mengalami kenaikan dividen berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*.

Hasil pengujian ini berbeda dengan hasil penelitian Firth (1996) yang menunjukkan bahwa arah variabel ukuran perusahaan *reporter* adalah positif. Arah negatif koefisien variabel *LNSIZE* dalam penelitian ini, sesuai dengan hasil penelitian Ghosh & Woolridge (1988) yang menyatakan bahwa makin kecil ukuran perusahaan, makin besar reaksi investor.

Sementara variabel tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* (*HI*) pada sampel kenaikan berdasarkan tabel di atas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Variabel *HI* memiliki t hitung sebesar 2,071. Sedangkan t tabel adalah 2,010 pada tingkat signifikansi 5% atau dengan *p value* = 0,047 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* yang mengalami kenaikan dividen berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*. Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Kohers (1999) yang menunjukkan bahwa variabel tingkat konsentrasi dalam industri berpengaruh positif signifikan terhadap besarnya

transfer informasi intra-industri.

Pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen dapat diketahui pada nilai F hitung sebesar 35,032 (sig=0,000) dan 25,812 (sig=0,000) masing-masing untuk penurunan dan kenaikan dividen signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Ketiga variabel yang digunakan mempunyai nilai  $R^2$  masing-masing untuk *event* penurunan dan kenaikan dividen adalah 0,676 dan 0,693 yang berarti bahwa 67,6% dan 69,3% dari variasi variabel dependen untuk *event* penurunan dan kenaikan dividen dapat dijelaskan oleh ketiga variabel tersebut, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya.

Hasil pengujian regresi di atas tidak mendukung hasil penelitian Emilia (2001) yang menyatakan bahwa besarnya perubahan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *non reporter*. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan karena latar belakang kondisi ekonomi yang berbeda. Di mana penelitian Emilia (2001) dilakukan pada masa sebelum krisis ekonomi sedangkan penelitian ini dilakukan dalam kondisi krisis ekonomi. Dua variabel lainnya yang juga diuji pengaruhnya terhadap *CAR non reporter* adalah variabel baru yang dalam penelitian Emilia belum diuji, yaitu ukuran perusahaan *reporter* dan tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri. Ke 2 variabel tersebut juga menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *CAR non reporter*.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya kandungan informasi atas pengumuman perubahan dividen. Jika suatu pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi terhadap pengumuman tersebut yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas dari perusahaan yang mengumumkan dan dari saham-saham yang berada dalam satu subsektor industri yang sama yang tidak mengumumkan perubahan dividen atau pengumuman spesifik lainnya pada periode di sekitar adanya informasi tentang perubahan dividen yang diumumkan oleh perusahaan *reporter*.

Fenomena inilah yang disebut dengan transfer informasi intra industri. Transfer informasi intra industri terjadi di sekitar periode pengumuman informasi perubahan dividen yang ditunjukkan adanya *abnormal return* pada perusahaan lain yang berada dalam satu subsektor industri yang sama.


Berdasarkan pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa :

1. Reaksi positif yang signifikan dari investor perusahaan *reporter* terhadap pengumuman kenaikan deviden ditunjukkan pada dua hari sesudah ( $t+2$ ) dan lima hari sesudah ( $t+5$ ). Hal ini berarti hipotesis alternatif pertama ( $H_{a1}$ ) bahwa investor perusahaan *reporter* bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen di sekitar tanggal pengumuman diterima.

Reaksi *investor* yang positif menunjukkan bahwa investor cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai sinyal membaiknya kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang.

2. Reaksi *investor* perusahaan reporter yang negatif terhadap pengumuman penurunan dividen terjadi pada hari pengumuman ( $t_0$ ), satu hari sesudah ( $t+1$ ), tiga hari sesudah ( $t+3$ ) dan empat hari sesudah ( $t+4$ ). Hal ini berarti hipotesis alternatif kedua ( $H_{a2}$ ) bahwa Investor perusahaan *reporter* bereaksi terhadap pengumuman penurunan dividen di sekitar tanggal pengumuman diterima. Reaksi investor yang negatif menunjukkan bahwa investor cenderung menginterpretasikan penurunan dividen sebagai sinyal memburuknya kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang.
3. Pada hari pengumuman ( $t_0$ ), dua hari sesudah ( $t+2$ ), lima hari sesudah ( $t+5$ ) nilai *abnormal return* adalah negatif signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Hal ini berarti hipotesis alternatif ketiga ( $H_{a3}$ ) bahwa investor perusahaan *non reporter* bereaksi terhadap pengumuman kenaikan dividen oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman diterima. Nilai negatif yang signifikan tersebut menunjukkan adanya efek kompetitif dalam industri tersebut, sehingga apa yang menjadi berita baik dalam suatu perusahaan, merupakan berita buruk bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan pesaing mempersepsikan bahwa pengumuman kenaikan dividen merefleksikan harapan positif dari perusahaan *reporter* terhadap kinerja jangka panjang

perusahaan, dengan demikian pengumuman ini merupakan ancaman bagi perusahaan lain yang tidak mengumumkan kenaikan dividen dalam industri yang sama.

- 
4. Pada hari pengumuman ( $t_0$ ), 2 hari ( $t+2$ ), dan 4 hari ( $t+4$ ) setelah pengumuman, nilai *abnormal return* adalah negatif signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Hal ini berarti hipotesis alternatif keempat ( $H_{a4}$ ) bahwa investor perusahaan *non reporter* bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen oleh perusahaan *reporter* disekitar tanggal pengumuman diterima. Nilai negatif yang signifikan tersebut menunjukkan adanya efek kontagion dalam industri tersebut, sehingga apa yang menjadi berita buruk dalam suatu perusahaan, merupakan berita buruk bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan pesaing mempersepsikan bahwa pengumuman penurunan dividen mempunyai implikasi negatif, tidak hanya untuk investor perusahaan *reporter* tetapi juga untuk investor perusahaan *non reporter*.
  5. Variabel besarnya kenaikan dividen (*DIV*) berpengaruh secara negatif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal ini berarti  $H_{a5}$  diterima. Arah yang negatif menunjukkan bahwa semakin besar kenaikan dividen, semakin kecil *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*.
  6. Variabel besarnya penurunan dividen (*DIV*) berpengaruh secara positif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*.

Hal ini berarti Ha6 diterima. Arah yang positif menunjukkan bahwa semakin besar penurunan dividen, semakin besar *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*.

7. Variabel ukuran perusahaan (*LNSIZE*) yang mengumumkan kenaikan dividen memiliki pengaruh secara negatif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal ini berarti Ha7 diterima . Arah negatif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan *reporter* semakin kecil *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*.
8. Variabel ukuran perusahaan (*LNSIZE*) yang mengumumkan penurunan dividen memiliki pengaruh secara negatif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal ini berarti Ha8 diterima. Arah negatif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan *reporter* semakin kecil *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan *non reporter*.
9. Variabel tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* (HI) pada sampel kenaikan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal ini berarti Ha9 diterima. Arah yang positif menunjukkan bahwa semakin besar tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri semakin besar *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*.
10. Variabel tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* (HI) pada sampel penurunan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cumulative*

*abnormal return* perusahaan *non reporter*. Hal ini berarti  $H_{a10}$  diterima. Arah yang positif menunjukkan bahwa semakin besar tingkat konsentrasi perusahaan *reporter* dalam industri semakin besar *cumulative abnormal return* perusahaan *non reporter*.

11. Terdapat perbedaan arah transfer informasi dengan penelitian sebelumnya, perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh pengaruh krisis moneter yang sedang dialami Indonesia. Hal ini sesuai dengan pendapat Kohers (1999) yang menyatakan bahwa dalam masa resesi, pengumuman kenaikan dividen mungkin tidak akan merupakan berita baik bagi perusahaan lain dalam industri yang sama.
12. Berdasarkan analisa data di atas, menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997 – 2001 belum mencapai efisiensi secara informasi dan keputusan karena pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan dalam menyerap informasi.

Keterbatasan dalam penelitian ini dilakukan adalah dilakukan dalam masa krisis ekonomi di mana kondisi seperti ini secara tidak langsung ataupun langsung mempengaruhi kondisi suatu perusahaan. Selain itu dari hasil penelitian, angka *adjusted R<sup>2</sup>* untuk kenaikan dividen 0,615 (61,5%) dan *adjusted R<sup>2</sup>* untuk penurunan dividen adalah 0,676 (67,6%). Hal ini menunjukkan masih adanya faktor-faktor lain di luar variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini yang juga ikut mempengaruhi besarnya *CAR non reporter*.

## 5.2 Saran

Saran untuk penelitian yang akan datang bisa menambah variabel lain di luar variabel-variabel yang sudah diteliti dalam penelitian ini seperti misalnya faktor lingkungan informasi. Di mana faktor lingkungan informasi ini bisa diproksi dari tingkat profitabilitas perusahaan dan tingkat resiko perusahaan.

Implikasi dari penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur tentang transfer informasi intra industri. Selain itu bagi para investor dan pelaku pasar modal lainnya bisa digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan berinvestasi di pasar modal, khususnya dalam menyikapi adanya pengumuman kenaikan atau penurunan dividen.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph and Swary, I. 1980. Quarterly Dividend and Earning Announcement and Stockholder's Returns : An Empirical Analysis. *Journal of Finance*. Vol. XXXV. pp. 1-12.
- Ang, Robbert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. 1<sup>st</sup> Edition. Mediasoft Indonesia.
- Arum Prastiwi. 2000. *Analisis Kinerja Surat Berharga setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Asquith, P. and Mullins, D. 1983. The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders Wealth. *Journal of Business*. Vol. 56. No. 1. January. pp. 77-96.
- Banz, R. 1981. The Relationship Between Returns and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*. March. pp. 3-18.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Bird-in-the-hand' Fallacy. *Bell Journal of Economics*. Vol. 10. pp. 259-270.
- Brown, Stephen J and Warner, Jerold B. 1985. Using Daily Stock Returns The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*. Vol. 14.
- Christina Tri Setyorini. 2001. *Transfer Informasi Intra-Industri: Efek Pengumuman Inisiasi Dividen oleh Perusahaan Reporter*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Damodar Gujarati. 1995. *Basic Econometric*. 3<sup>rd</sup> Edition. Mc Graw-Hill. Singapore.
- Denis, Denis and Sarin, 1994. The Information Content of Dividend Changes : Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clientele. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. December. pp. 567-587.
- Eny Trimeiningrum. 1999. *Pengaruh Pengumuman Perubahan Dividen terhadap Return Saham Perusahaan Reporter dan Non reporter dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa Efek Jakarta*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Emilia Frida. 2001. *Transfer Informasi Intra-Industri di Sekitar Pengumuman Perubahan Dividen*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.

- Firth, Michael. 1996. Dividend Changes, *Abnormal returns* and Intra-Industry Firm Valuation. *Journal of Financial and Quantitive Analysis*. Vol. 31. No. 2. June. pp. 189-211.
- Foster, George. 1981. Intra-Industry Information Transfers Associated with Earnings Releases. *Journal of Accounting and Economics*. pp. 201-232.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25. pp. 383-417.
- Ghosh, C. and Woolridge, J.R. 1988. An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Cuts and Omissions. *Journal of Financial Research*. Vol. 11. No. 4. pp. 281-294.
- Hair, R.E. Anderson, Tatham, R.L. and Black, W.C. 1995. *Multivariate Data Analysis*. 4<sup>th</sup> Edition. Prentice-Hall Inc.
- Indah Fatmawati. 1999. *Analisis Reaksi Pemegang Saham terhadap Dividend Cut pada Bursa Efek Jakarta*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Jogiyanto Hartono. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono dan Suriyanto. 1999. *Bias Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang : Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Seminar Nasional dan Hasil-hasil Penelitian Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis V. MM UNDIP.
- Jones, C.P. 1996. *Investment Analysis and Management*. New York, NY : John Wiley and Sons, Inc. Fifth Edition.
- Kartini. 2001. *Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di BEJ*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Kohers, Ninon. 1999. The Industry-Wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcements and The Determinants of Information Transfer. *The Financial Review*. Vol. 34. pp. 137-158.
- Lang, L. and R. Stulz. 1992. Contagion and Competitive Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements. *Journal of Financial Economics*. August. pp. 45-60.

- Laux, P., Starks, L., Yoon, P.S. 1998. The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-Industry Information Transfer : An Investigation of Dividend Announcements. *Financial Management*. September. pp. 181-191.
- Marsh, T. and R. Merton. 1987. Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market. *Journal of Business*. January. pp. 1-40.
- Miller, M.H and Rock, K, 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. September. pp. 1031-1051.
- Miller, M.H and F. Modigliani. 1966. Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry. 1954-1957. *American Economic Review*. June. Pp. 333-391.
- Pettit, R.Richardson. 1972. Dividend Announcement, Security Performance and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*. Vol. XXVII. Pp. 993-1010.
- Reinganum, M. 1981. Misspesification of Capital Asset Pricing-Empirical Anomalies Based on Earnings' Yield and Market Values. *Journal of Financial Econimics*. June. pp. 19-46.
- Schipper, K. 1990. Commentary on Information Transfer. *Accounting Horizons*. December. pp. 97-107.
- Suad Husnan. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP-AMP YKPN. Yogyakarta.
- Wansley, J.Sirmans, C.Shilling, J.Lee, Young Jin. 1991. Dividend Change Announcement Effects and Earnings Volatility and Timing. *Journal of Financial Research*. Spring. pp.37-49.