

PENGARUH KECANGGIHAN INVESTOR TERHADAP KETEPATAN REAKSI PASAR DALAM MERESPON PENGUMUMAN DIVIDEN MENINGKAT

OLEH :

Edfan Darlis SE, M.Si, Ak
Jasmina Syafei SE., Ak

ABSTRAK

This research is an empirical research about the sophistication of investors of the accuracy of the market reaction in response to announcements of dividend increases. The main purpose of this study was to examine the impact of investors towards the perfection of market reaction thoroughness in responding to the announcement of dividend increases in the Indonesia Stock Exchange. Where the results of this study is expected to add insight and knowledge about the effect of investor sophistication of the accuracy of the market reaction in response to announcements of dividend increases.

This study uses event study to analyze the effect of investor sophistication of the accuracy of the market reaction in response to announcements of dividend increases. The results of this study indicate that there was no effect of investor sophistication of the accuracy of the market reaction in response to announcements of dividend increases in the Indonesia Stock Exchange.

Keywords: announcements of dividend increases, information content, the abnormal return, half-strong form market efficiency in the decision, the sophistication of investors, a list of share ownership by institutional investors

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perkembangan pasar modal yang sangat pesat belakangan ini. Telah berdampak meningkatnya motivasi para peneliti untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan pasar modal. Topik penelitian yang sering diangkat misalnya isu efisiensi pasar. Khusus mengenai Penelitian ini, peneliti akan berfokus pada

menanggapi isu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan seperti yang pernah diusulkan oleh Hartono (1998), yang telah menganalisis pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Indonesia.

Manajemen keuangan memegang peranan yang sangat penting suksesnya setiap bisnis. Manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan.

Untuk bisa mengambil keputusan-keputusan keuangan yang benar, manajemen keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Salah satu tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen yang tercermin dalam harga saham dipasar modal. Semakin tinggi harga saham berarti kesejahteraan pemilik semakin meningkat. Dalam menjalankan usaha, pemilik biasanya melimpahkan kepada pihak lain yaitu manajer sehingga menyebabkan timbulnya hubungan keagenan (*agency relationship*). Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan, tentunya yang terbaik bagi prinsipalnya (Jensen & Meckling, 1976) dalam Susilawati (2000).

Hartono (1998) menyatakan bahwa efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang dikemukakan oleh Fama (1970) dapat dikembangkan lagi menjadi dua yaitu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi (*informationally efficient market*) dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (*decisionally efficient market*).

Agar dapat mengolah informasi ini dengan benar, sehingga dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan return, pelaku pasar harus canggih (*sophisticated*). Jika hanya sebagian saja pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini dapat

menikmati keuntungan yang tidak normal yang disebabkan mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibandingkan dengan kelompok pelaku pasar yang kurang atau tidak canggih (*naïve*).

Kepemilikan institusional (*Institutional ownership*) memiliki arti penting dalam memonitor manajer dalam perusahaan, sehingga akan memberikan pengaruh dalam masalah keagenan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen lebih rendah (Ismiyanti & Hanafi, 2004).

Masalah keagenan menurut Rozeff (1982) seperti dikutip oleh Susilawati (2000) dapat diturunkan dalam suatu mekanisme menggunakan dividen. Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan. Karena dengan pembayaran dividen, pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik. Akan tetapi meskipun pembayaran dividen dapat menurunkan permasalahan keagenan, disisi yang lain justru menimbulkan biaya karena aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan, sehingga mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal untuk mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk dividen. Usaha untuk mendapatkan dana eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya transaksi.

Walaupun informasi sudah tersedia untuk semua pelaku pasar, sehingga tersebar merata ke seluruh pelaku pasar, tetapi tetap saja bisa terjadi pasar yang tidak efisien. Hal ini bisa terjadi karena kemampuan pelaku pasar yang tidak merata dalam membaca setiap informasi. Ada sekelompok pelaku pasar yang tidak dapat memperoleh keuntungan yang tidak normal karena ketidakmampuannya dalam membaca informasi yang diperolehnya. Sebaliknya, terdapat sekelompok pelaku pasar yang dapat memperoleh keuntungan yang tidak normal karena kecanggihannya. Dengan demikian pembagian efisiensi pasar berdasarkan ketersediaan informasi saja tidaklah cukup. Efisiensi pasar perlu juga di lihat berdasarkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi tersedia dan semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan dengan canggih (*sophisticated*) sebagai efisiensi pasar secara keputusan (*delicisionally efficient market*).

Di Indonesia, pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan telah dilakukan oleh Sujoko (1999) serta Setiawan dan Hartono (2002). Baik Sujoko (1999) maupun Setiawan dan Hartono (2002) menemukan pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi, tetapi pelaku pasar di Bursa Efek Indonesia masih *naive* atau belum canggih. dalam arti bahwa Investor di BEI merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat. Mereka tidak memperhitungkan apakah kenaikan dividen tersebut berasal dari perusahaan yang mempunyai prospek yang baik

kedepannya atau tidak. Jadi berdasarkan hasil penelitian Sujoko (1999) maupun Setiawan dan Hartono (2002), Bursa Efek Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan. Penelitian ini berbeda dengan yang dilakukan oleh Sujoko (1999) maupun Setiawan dan Hartono (2002) dalam 2 hal. Pertama, perbedaan dalam periode penelitian. Penelitian ini melakukan pengujian terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 2000-2002. Sementara penelitian Sujoko (1999) menggunakan periode penelitian tahun 1994-1996 serta penelitian Setiawan dan Hartono (2002) menggunakan periode penelitian tahun 1992-1996. Oleh karena itu dengan 2 penelitian sebelumnya, penelitian ini tidak terjadi *overlapping* data. Kedua, penelitian ini berusaha untuk melakukan penyelidikan lebih lanjut terhadap temuan dari kedua peneliti sebelumnya tentang dugaan bahwa pelaku pasar di BEI masih *naive* atau belum canggih, karena investor di BEI merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat, tanpa memandang apakah pada perusahaan tersebut mempunyai prospek yang positif (bertumbuh) atau justru sebaliknya apakah perusahaan itu tidak mempunyai prospek yang lebih baik ke depan (tidak bertumbuh).

II. TELAHAH PUSTAKA

1. Pengertian Investasi

Tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang. Sedangkan secara luas tujuan investasi adalah untuk meningkatkan

kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan masa datang.

Secara khusus Ahmad (2004;3) mengemukakan ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain:

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang layak di masa mendatang.

Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa mendatang.

2. Mengurangi tingkat inflasi

Dengan memilih investasi dalam pemilihan perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri agar kekayaan atau harta miliknya tidak merosot nilainya karena di gerogoti inflasi.

3. Dorongan untuk menghemat pajak.

Beberapa Negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang sifatnya mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui fasilitas perpajakan yang diberikan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang usaha tertentu.

2. Pengertian Investor

Investor adalah individu atau badan yang melakukan penanaman modal pada unit usaha. Peran investor di pasar modal sangat penting. Mereka terdiri dari investor lembaga (dana pensiun, asuransi, reksadana dan sebagainya) disamping investor individu atau perorangan. Di Indonesia investor sering disebut pemodal.

Usman (1997;112) membagi investor menjadi beberapa jenis menurut tujuannya yaitu:

1. Investor yang bertujuan memperoleh dividen

Untuk mencapai tujuan tersebut investor jenis ini biasanya memilih saham perusahaan yang stabil dari segi kinerja dan resikonya. Sehingga jika tidak terdapat guncangan yang berarti dalam kinerja, resiko maupun resesi ekonomi maka jangka kepemilikannya juga lama. Investor semacam ini biasanya tidak aktif dalam perdagangan di pasar modal.

2. Investor yang bertujuan berdagang.

Investor yang bertujuan berdagang tertarik pada naik turunnya pada harga saham di bursa. Aktivitas mereka yaitu memperdagangkan saham-saham di bursa dengan tujuan untuk memperoleh selisih positif terhadap harga beli. Kelompok investor ini biasanya yang aktif dalam perdagangan di bursa.

3. Investor yang berkepentingan dalam kepemilikan perusahaan.

Investor yang berkepentingan dalam kepemilikan perusahaan akan memilih perusahaan yang dimaksudkan untuk dimiliki. Investor jenis ini biasanya dari golongan tertentu yang telah mapan dan tujuan untuk membeli saham yang memang untuk berinvestasi, dengan demikian jangka kepemilikannya lebih panjang.

Jika dihubungkan dengan pemakaian informasi yang tersedia, tidak semua investor profesional yang biasanya melakukan analisis terlebih dahulu dalam berinvestasi. Berkaitan dengan hal ini investor dapat diklasifikasikan atas:

membagi
jenis

a. *Naïve investor*.

Adalah investor yang menggunakan berita-berita umum sebagai informasi, dan keputusan investasinya didasarkan pada hasil interpretasi terhadap berita-berita tersebut dan kondisi keuangan investor pada saat itu.

b. *Professional investor*

Adalah investor yang memiliki informasi khusus dan membuat estimasi yang tepat mengenai nilai intrinsik saham dan cenderung mendorong perdagangan saham ke arah pasar yang mendekati nilai intrinsik. Investor jenis ini akan menggunakan dan sekaligus mengolah data-data yang ada menjadi informasi yang relevan dan berguna untuk pengambilan keputusan investasi.

3. Dividen

Menurut Smith dan Skousen (1997:155) dividen merupakan pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang untuk masing-masing pemilik. Pengertian pemilik menurut Sundjaja dan Barlin (2003:380) adalah sumber dari aliran kas untuk pemegang saham yang memberikan informasi tentang kinerja saat ini dan yang akan datang. Sedangkan definisi dividen menurut Husnah dan Pudjiastuti (1998:338) adalah pembagian penghasilan yang dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan pada banyaknya saham yang dimiliki. Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa bagi sebagian investor, dividen merupakan sumber yang penting atau satu-satunya penghasilan dari pemilik saham.

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal di suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimumkan harga saham.

Pembayaran dividen tergantung dari laba perusahaan. Pada umumnya laba perusahaan diukur dalam laba per share (*earning per share*) yaitu laba yang tersedia bagi pemegang saham. Pertimbangan laba akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan, tergantung dari penilaian direksi tentang pertumbuhan perusahaan lebih potensial atau para investor mengharapkan penghasilan dividen. Keputusan direksi ini akan mempengaruhi pasar saham.

Prosedur pembayaran dividen yang dikemukakan oleh Weston dan Brigham (1999:212) adalah:

1. Tanggal pengumuman (*Declaration date*). Merupakan tanggal dimana terjadi rapat untuk mengumumkan pembagian dividen. Pada saat diumumkan kepada pemegang saham, jumlah dividen saham yang akan dibayarkan menjadi pos kewajiban hutang bagi perusahaan dan bila saat itu dibuat neraca akan muncul dalam sisi pasiva rekening "dividen yang akan dibayar" laba ditahan akan berkurang sejumlah dividen yang dibayarkan.
2. Tanggal tercatatnya pemegang saham (*Holder of record date*). Merupakan tanggal pencatatan pemegang saham dan selanjutnya perusahaan menutup buku transfer

sahamnya serta menyusun daftar semua pemegang saham yang terdaftar sampai dengan tanggal tersebut. Apabila terjadi transfer saham sebelum tanggal pencatatan, maka yang menerima dividen adalah pemegang saham baru. Demikian pula sebaliknya, apabila transfer terjadi setelah tanggal pencatatan maka dividen dibayarkan pada pemegang saham lama.

3. Tanggal kadaluarsa dividen (*Ex dividen date*). Merupakan tanggal kehilangan hak atas dividen, sehingga penting untuk menentukan siapa yang berhak atas dividen sehingga dapat menghindari terjadinya konflik. Dalam hal ini bisnis permakelaran telah ditetapkan persyaratan bahwa hak atas dividen tetap melekat pada saham sampai empat hari sampai tanggal pencatatan.

4. Tanggal pembayaran (*Payment date*). Merupakan tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen atau waktu pembayaran yang dilakukan perusahaan ketika perusahaan mengirimkan cek kepada pemegang sahamnya.

Kebijakan dividen merupakan penentuan penempatan laba yaitu antara membayarkan kepada pemegang saham dan menginvestasikan kembali kedalam perusahaan.

Ada beberapa pendapat atau teori tentang kebijakan dividen dari para ahli antara lain:

1. Dividen tidak relevan dari Modigliani dan Miller. Menurut Modigliani dan Miller dalam Atmaja (2002:285): Nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividen payout ratio* (DPR). Tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum

pajak (*EBIT*) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut Modigliani dan Miller, dividen adalah hak tidak relevan.

Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang lemah seperti:

- a. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional
- b. Tidak ada emisi biaya saham baru
- c. jika perusahaan menerbitkan saham baru
- d. Tidak ada pajak
- e. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah. Pada praktiknya Pasar modal sempurna sulit ditemui

Beberapa ahli menentang pendapat Modigliani dan Miller tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Beberapa ahli lain menyorot tidak adanya pajak. Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari *capital gains* (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan *capital gain* adalah sama, maka investor cenderung akan menyukai *capital gain* dari pada dividen, karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Perusahaan lebih suka menetapkan DPR yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham.

Teori *The Bird In The Hand*.

Gordon dan Lintner dalam Atmaja (2002:287) menyatakan bahwa biaya

modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti dari pada *capital gains yield*.

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (Modigliani dan Miller menggunakan istilah *The Bird in The Hand Fallacy*). Menurut Modigliani dan Miller, investor akan menginvestasikan kembali dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy dalam Atmaja (2002:288). Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividen yield* yang tinggi, *capital gains* rendah dari pada saham dengan *dividen yield* rendah, *capital gains* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains* perbedaan ini akan makin terasa.

Teori Signaling Hypothesis.

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa investor lebih suka dividen dari pada *capital gains*. Tetapi

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dimasa mendatang.

Seperti teori dividen yang lain, teori *signaling hypothesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata adalah disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

Teori Clientele effect

Teori *clientele effect* dalam Atmaja (2002:288) menyatakan bahwa: (1) Kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. (2) Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang pada saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka kelompok pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda

pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagikan dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari *clientele* ini ada. Tapi menurut Modigliani dan Miller hal ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik dari pada dividen kecil, demikian sebaliknya, Efek *clientele* ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

Macam-Macam Kebijakan Dividen

Menurut Riyanto (1999:269) ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan antara lain (1) Kebijakan dividen yang stabil. Kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham pertahunnya berfluktuasi. Dividen yang stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun kemudian apabila ternyata pendapatan perusahaan meningkat dan kenaikan pendapatan tersebut mantap dan relatif permanen, barulah besarnya dividen per lembar saham dinaikkan. Dari dividen yang sudah dinaikkan ini akan dipertahankan untuk jangka waktu yang relatif panjang.

Alasan-alasan yang mendorong perusahaan menjalankan kebijakan dividen yang stabil pada dasarnya dapat disebutkan antara lain: Untuk memberi kesan kepada para investor bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik dimasa-masa mendatang, banyak pemegang saham

yang hidup dari pendapatan yang diterima dari dividen, maka mereka menyukai adanya dividen yang stabil, dan pada banyak negara terdapat ketentuan dalam pasar modalnya bahwa organisasi dan yayasan-yayasan sosial, perusahaan-perusahaan asuransi, bank-bank tabungan, dana-dana pensiun, pemerintah Kota Madya dan lain-lainnya hanya diizinkan menanamkan dananya dalam saham-saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil.

(2) Kebijakan dividen dengan penempatan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu. Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra diatas jumlah dividen tersebut. Bagi pemodal ada kepastian akan menerima jumlah dividen yang minimal setiap tahunnya meskipun keadaan keuangan perusahaan agak memburuk.

(3). Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan. Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan *dividen payout ratio* yang konstan misalnya 50. Ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan bersih yang diperoleh setiap tahunnya.

a. Kebijakan dividen yang fleksibel

Penetapan kebijakan ini besarnya setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial di perusahaan yang bersangkutan.

Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai

dividen, maka akan menambah penghasilan para pemegang saham tetapi tidak menambah laba ditahan yang pada gilirannya tidak akan menambah sumber dana intern. Sebaliknya, apabila perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Dengan demikian, kebijakan dividen ini perlu mendapat perhatian yang serius oleh manajemen perusahaan.

Modigliani dan Miller dalam Iskandar (2001) berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan, karena kebijakan dividen ini tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, para investor merasa sama saja apakah menerima pendapatan sekarang dalam bentuk dividen atau akan menerima pendapatan dalam bentuk *capital gain* di masa mendatang.

Dalam kenyataannya, terdapat kecenderungan bahwa perusahaan enggan untuk tidak membayar atau menurunkan pembayaran dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa investor secara umum lebih menyukai penerimaan dividen daripada *capital gain*. Modigliani dan Miller melihat fenomena ini bukan karena investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain*, tetapi semata-mata karena adanya *information content* (kandungan informasi) dalam pengumuman dividen.

4. Return Tidak Normal (*Abnormal return*)

Abnormal return dapat diperoleh sekitar tanggal pengumuman perubahan

pembayaran dividen. *Abnormal return* yang diperoleh oleh investor di sekitar tanggal pengumuman menunjukkan adanya reaksi pemegang saham/pasar dan menunjukkan kemampuan investor untuk merespon informasi tersebut. Semakin efisien suatu pasar maka akan semakin cepat atau semakin sedikit waktunya investor untuk dapat memperoleh *abnormal return*.

5. Pasar Efisien

Menurut Beaver (1989), bahwa efisiensi pasar (*market efficiency*) diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya. Dengan demikian suatu pasar yang efisien menurut konsep ini dapat didefinisikan sebagai pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai-nilai intrinsiknya.

Dalam perkembangan konsep selanjutnya, Fama (1970, dalam Jogiyanto 2003:382) mendefinisikan pasar efisien berdasarkan akurasi dan ekspektasi harga sebagai berikut:

“Suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh “ informasi yang tersedia.

6. Penelitian tentang Kandungan Informasi Dividen

beberapa penelitian yang berhasil membuktikan kandungan informasi dividen, antara lain adalah Suparmono (2000), Sujoko (1999) serta Setiawan dan Hartono (2002). Suparmono (2000) menguji pengumuman dividen yang terjadi selama periode 1991-1998. Sampel

penelitian terdiri dari 182 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen meningkat dan 158 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen menurun.

Temuannya menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan pada t-5 dan t-0 untuk dividen meningkat dan pada t-0 untuk dividen menurun. Sujoko (1999) melakukan pengujian terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 1994-1996. Hasilnya menunjukkan bahwa selama 3 hari yaitu, sehari sebelum pengumuman, hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman dividen meningkat terdapat reaksi pasar yang signifikan positif.

Pengaruh Kecanggihan Investor terhadap Ketepatan Reaksi Pasar dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkat

Penelitian ini berusaha untuk melakukan penyelidikan lebih lanjut terhadap temuan dari Sujoko (1999) serta Setiawan dan Hartono (2000) tentang dugaan bahwa pelaku pasar di BEJ masih naive atau belum canggih dalam merespon setiap pengumuman dividen, terutama terhadap pengumuman dividen yang meningkat. Dalam prakteknya kebanyakan investor di BEJ merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat, baik pada perusahaan yang mempunyai prospek (bertumbuh) maupun yang tidak mempunyai prospek (tidak bertumbuh). Penelitian ini akan menguji pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon

pengumuman dividen meningkat, terutama untuk perusahaan yang tidak bertumbuh.

Oleh karena itu pengujian pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat dibagi menjadi 2, yaitu: pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi dan pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah. Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang mempunyai level kepemilikan investor institusional tinggi, apabila persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional pada perusahaan tersebut melebihi 33,33%, sedangkan dikategorikan rendah apabila persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional pada perusahaan tersebut kurang dari 33,33%.

Salah satu alasan menggunakan kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebagai proksi yang sesuai bagi kecanggihan investor adalah bahwa investor institusional mempunyai keunggulan relatif dalam mengumpulkan dan memproses informasi. Mereka secara umum mendapat informasi memadai yang lebih baik daripada investor individual maupun spesialis pasar yang melakukan sedikit analisis sendiri sebelum berdagang (Mayer, 1988; Shiller dan Pound, 1989; Yunker dan Krehbiel, 1988). Alasan lain yang bisa dipertimbangkan adalah bahwa kepemilikan institusional tersedia dengan mudah pada sebagian besar perusahaan.

Level kepemilikan institusional rendah mengindikasikan bahwa investor yang melakukan perdagangan saham pada perusahaan tersebut sebagian besar adalah investor tidak canggih, sebaliknya level kepemilikan institusional tinggi mengindikasikan bahwa investor yang melakukan perdagangan saham pada perusahaan tersebut sebagian besar adalah investor canggih.

Dari pengujian kedua subsampel tersebut diduga perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi, maka *abnormal return* pada periode peristiwa akan negatif. Artinya investor yang canggih akan mampu membedakan sinyal dari pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Oleh karena itu investor yang canggih akan merespon secara tepat terhadap pengumuman dividen meningkat tersebut.

Sebaliknya, perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah, diduga *abnormal return* pada periode peristiwa akan positif. Artinya investor yang tidak canggih tidak mampu membedakan sinyal dari pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Oleh karena itu investor yang tidak canggih akan merespon secara tidak tepat terhadap pengumuman dividen meningkat tersebut.

Apabila dugaan tersebut terbukti, maka bisa disimpulkan bahwa kecanggihan investor mempunyai pengaruh terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Artinya pengumuman dividen meningkat pada

perusahaan bertumbuh akan direspon oleh investor canggih secara positif, sebaliknya pengumuman dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh akan direspon oleh investor canggih secara negatif. Di sisi lain investor tidak canggih akan merespon secara positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan baik oleh perusahaan bertumbuh maupun oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Marfuah (2006) pengujian tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat menyimpulkan bahwa reaksi pasar dari $t-5$ sampai dengan $t+3$ tidak signifikan. Pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi bagi investor. Akan tetapi hasil pengujian menunjukkan bahwa reaksi pasar ini tidak tepat, karena investor-investor yang diperkirakan canggih ternyata tidak tepat dalam menyikapi sinyal yang diberikan oleh manajemen.

Sementara pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah, investor tidak merespon pengumuman dividen meningkat. Artinya tidak ada pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

Berdasarkan uraian diatas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi, investor akan merespon negatif pengumuman dividen meningkat

yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh

H2: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah, investor akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

III. METODA PENELITIAN

A. Lokasi dan Waktu Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan terdaftar di *Indonesiaan Capital Market Directory* yang melakukan pembayaran dividen meningkat dalam kurun waktu 6 tahun secara konsisten dan berurut yaitu dari 2003 sampai dengan tahun 2008. Kurun waktu ini dirasa cukup memadai untuk mengambil sampel dalam penelitian ini.

B. Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mengumumkan dividen meningkat pada periode 2003 - 2008. Sedangkan pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan kriteria sebagai berikut,

- 1) Perusahaan harus tetap terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan 2003-2008.
- 2) Perusahaan harus mengumumkan pembayaran dividen meningkat selama periode pengamatan 2003-2008 dan

membagikan dividennya minimal 2 tahun berturut-turut.

3) Perusahaan harus memiliki dan menyajikan ke publik laporan keuangan tahunan selama periode pengamatan penelitian.

4) Perusahaan tidak melakukan pengumuman lainnya selama periode peristiwa, seperti: *stock dividen*, *stock split*, *right issue*. Hal ini dilakukan untuk mengurangi terjadinya efek pengganggu yang dimungkinkan dapat mengurangi validitas dan realibilitas data pada penelitian ini.

C. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *abnormal return* dengan beta koreksi (ARPKOR).

- a. Untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *abnormal return* dengan beta koreksi (ARPKOR).

ARPKOR adalah *return* tidak normal metode pasar (market model). Untuk menentukan ARPKOR, *return* diharapkan yang digunakan adalah *return* ekspektasi dari persamaan regresi dengan beta yang sudah dikoreksi. Persamaan regresi untuk *return* ekspektasi ARPKOR ini dibentuk dengan nilai-nilai *return* selama setahun.

Rumus ARPKOR adalah sebagai berikut:

nya minimal 2

is memiliki dan publik laporan selama periode

n. tidak melakukan ra selama periode *stock dividen, stock issue*. Hal ini ngurangi terjadinya ang dimungkinkan validitas dan penelitian ini.

Pengukuran

aksi pasar dividen yang adalah koreksi

hadap tingkat, amakan adalah beta

tidak model).

return adalah amaan sudah untuk ini return

adalah

$$\text{ARKORT} = \text{REHT}t (\text{ALPAKORT} \\ \text{BETAKORT} \\ \text{RETPBN}t)$$

Keterangan:

$\text{REHT}t$ = Return harian emiten hari ke-t

ALPAKORT = Koefisien alpha dari regresi beta yang dikoreksi metode Fowler dan Rorke periode 4 lead dan 4 lag selama setahun.

$\text{RETPBN}t$ = Beta mentah yang dikoreksi metode Fowler dan Rorke 4 lead dan 4 lag dari regresi *return* harian selama setahun.

b. Perubahan pembayaran dividen

Variabel perubahan pembayaran dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dari periode t ke periode sebelumnya yaitu pembayaran dividen yang naik dan dividen yang turun yang dinyatakan dalam persentase. Persentase perubahan dividen merupakan proksi untuk kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri. Dividen naik atau turun dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\Delta \text{DPS}_{it} = \frac{\text{DPS}_{it} - \text{DPS}_{it-1}}{\text{DPS}_{it}}$$

Notasi :

ΔDPS_{it} : Perubahan dividen per share perusahaan i pada tahun ke-t.

DPS_{it} : Dividen per share perusahaan i pada tahun ke-t.

DPS_{it-1} : Dividen per share perusahaan i pada tahun ke-t-1.

Bila ΔDPS_{it} lebih besar dari 0, maka dikategorikan sebagai dividen naik, dan bila lebih kecil dari 0 dikategorikan dividen menurun.

c. Menghitung Return Saham Harian

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Notasi:

$R_{i,t}$: *return realisasi* ke-i pada periode ke-t

$P_{i,t}$: harga saham ke-i pada periode ke-t

$P_{i,t-1}$: harga saham ke-i pada periode ke-t-1

1) Menghitung Return Pasar Saham

$$R_{m,t} = \frac{\text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1}}{\text{IHSG}_{t-1}}$$

Notasi :

$R_{m,t}$: Return saham pada periode ke-t

IHSG_t : Indeks harga saham gabungan harian pada periode ke-t

IHSG_{t-1} : Indeks harga saham gabungan harian pada periode ke-t-1

2) Menghitung Return Ekspektasi

Return ekspektasi adalah return yang diharapkan akan terjadi pada sebuah sekuritas. Return ekspektasi saham harian dihitung dengan menggunakan *market adjusted model* dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t}$$

Notasi :

$E(R_{i,t})$: Return ekspektasian sekuritas ke-i pada periode ke-t

$R_{m,t}$: Return saham pada periode ke-t

3) Menghitung Return Tidak Normal (*Abnormal Return*)

Return tidak normal (*abnormal return*) merupakan selisih antara return

realisasi dan return ekspektasi. Untuk menghitung return tidak normal dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market adjusted model*), dengan rumus sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Notasi:

$AR_{i,t}$ = Return tidak normal saham ke-i pada periode ke-t

$R_{i,t}$ = Return realisasi yang terjadi untuk saham ke-i pada periode ke-t

$E[R_{i,t}]$ = Return ekspektasi saham ke-i untuk periode ke-t

4) Mengitung Rata-Rata Return Tidak Normal (Average Abnormal Return)

Rata-rata return tidak normal untuk hari ke-t dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{t=1}^k AR_{i,t}}{k}$$

Notasi:

AAR_t :Rata-rata return tidak normal pada hari ke-t

$AR_{i,t}$:Return tidak normal untuk saham ke-i pada hari ke-t

K : Jumlah saham yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

5) Menghitung Akumulasi Return Tidak Normal (Cumulative Abnormal Return)

Cumulative Abnormal Return (CAR) atau Akumulasi Return Tidak Normal (ARTN) merupakan akumulasi tidak normal pada periode jendela, yaitu pada hari ke-t untuk perusahaan ke-i. Untuk menghitung akumulasi return tidak

normal masing-masing sekuritas dengan menggunakan rumus:

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t-5}^k AR_{i,a}$$

Notasi :

$CAR_{i,t}$: Akumulasi return tidak normal saham ke-i pada hari ke-t yang diakumulasikan dari return tidak normal saham ke-i mulai awal periode peristiwa sampai hari ke-t.

$AR_{i,a}$: Return tidak normal untuk saham ke-i pada hari ke-a yang mulai dari t-5 sampai hari ke-t

D. Metode Analisis Data

Untuk menguji hipotesis 1 sampai 2 digunakan uji beda non parametrik, yaitu *runs test* karena masing - masing sub sampel yang akan diuji kurang dari 30 perusahaan. *One sample t-test* maupun *runs test* digunakan secara statistik terdapat *abnormal return* (positif dan negatif) di sekitar tanggal pengumuman dividen meningkat. Tingkat keyakinan yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0.95 atau $\alpha = 0.05$.

Jika nilai signifikansi berhubungan positif (tingkat keyakinan) dianggap sebagai kabar baik (*good news*) dan jika nilai signifikansi berhubungan negatif dianggap sebagai kabar buruk (*bad news*). Untuk hal tersebut digunakan pengujian t (*t-test*). Reaksi yang terjadi dalam penelitian ini dapat berbentuk signifikan positif atau berbentuk signifikan negatif. Dalam penelitian ini digunakan penelitian satu arah (*one tailed*) karena peneliti memiliki informasi yang memadai mengenai arah kecenderungan dari karakteristik populasi yang sedang diamati.

ing-masing sekuritas
 anakan rumus:

$$\sum_{a=t-5}^k AR_{i,a}$$

asi return tidak normal
 i pada hari ke-t yang
 asikan dari return
 mal saham ke-i mulai
 peristiwa sampai

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Setelah menentukan *event date*, ada beberapa langkah yang dilakukan dalam penelitian ini, langkah pertama pemilihan sampel dengan menggunakan *purposive sampling*. Kemudian diperoleh 59 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat, yang memenuhi kriteria sampel 1 sebanyak 58 perusahaan, yang memenuhi kriteria sampel 2 sebanyak 40 perusahaan, yang memenuhi kriteria sampel 3 sebanyak 18 sampel perusahaan, yang memenuhi kriteria sampel 4 sebanyak 15 perusahaan dan yang memenuhi kriteria sampel 5 sebanyak 3 perusahaan.

Langkah kedua adalah mengestimasi abnormal return seluruh sampel untuk menguji apakah pengumuman dividen meningkat mempunyai kandungan informasi yang berpengaruh terhadap pengumuman dividen meningkat atau abnormal return diseperti hari pengumuman *event*, maka penelitian ini menggunakan *market adjusted model*.

Langkah ketiga adalah menganalisis abnormal return dengan menggunakan uji t statistic *one sampel t-test* dan uji non parametric dengan SPSS for windows, sehingga dapat diketahui apakah ada *abnormal return* yang signifikan selama periode uji.

1. Pengujian dan Hasil Pengujian Kecanggihan Investor terhadap Ketepatan Reaksi Pasar dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkat

Pengujian hipotesis pertama (H1) dan hipotesis kedua (H2) yaitu pengujian tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Terhadap pengumuman dividen meningkat, periode pengamatan dilakukan pada tahun 2003-2008 yang dinyatakan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh investor institusional. Dan apakah investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2003-2008 yang dinyatakan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh yang sebagian kecil sahamnya dimiliki oleh investor institusional. Sehingga terdapat *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen meningkat. Untuk mengetahui hal ini hipotesis yang diuji adalah:

H1: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi, investor akan merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh

H2: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah, investor akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Dalam penelitian ini, kecanggihan investor diprosikan dengan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional. Oleh karena itu pengujian pengaruh kecanggihan

investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat dibagi menjadi 2 yaitu:

1. pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi dan pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional yang rendah.

2. Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang mempunyai level kepemilikan investor institusional tinggi, apabila persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional pada perusahaan tersebut melebihi 33,33%, sedangkan dikategorikan rendah apabila persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional pada perusahaan tersebut kurang dari 33,33%.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka dari sub sampel 3 (perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat) yang berjumlah 18 perusahaan dipisahkan menjadi 15 perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi (sub sampel 4) dan 3 perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah (sub sampel 5).

Kecanggihan investor dikatakan mempunyai pengaruh terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat, apabila pada perusahaan yang level kepemilikan institusional tinggi investor akan merespon pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh tersebut secara negatif. Artinya investor yang canggih akan mampu membedakan sinyal dari pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh

perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Sebaliknya pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah, maka investor akan merespon pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh tersebut secara positif. Artinya bagi investor yang tidak canggih, mereka tidak akan mampu membedakan sinyal dari pengumuman dividen yang mengindikasikan meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hasil uji statistik dapat dilihat pada tabel IV.4

Tabel IV.4: Hasil Pengujian Hipotesis 1 (Untuk Sub Sampel 4 atau Perusahaan Tidak Bertumbuh dengan Level Kepemilikan Institusional Tinggi)

Hari	Median Abnormal Return	Success (s)	p-value
T-5	-0.0007	1	0.289
T-4	0.0005	1	0.137
T-3	0.0018	1	0.5
T-2	0.0000	1	0.493
T-1	-0.0002	1	0.493
T0	-0.0010	1	0.493
T+1	0.0003	1	0.5
T+2	0.0011	1	0.051
T+3	0.0013	1	0.145
T+4	0.0031	1	0.3015
T+5	-0.0009	1	0.289

* Signifikan pada 5%

Berdasarkan tabel IV.4 dapat dilihat bahwa semua nilai p-value lebih besar dari 0.05. Nilai median *abnormal return* bernilai negatif terjadi pada (t-5), (t-1), (t0) dan (t+5) yaitu -0.0007, -0.0002, -0.0010 dan -0.0009. Namun

reaksi negatif selama 4 hari tersebut tidak signifikan. Artinya selama periode 5 hari sebelum sampai 5 hari setelah pengumuman dividen, tidak ada reaksi investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Dari analisis di atas, menunjukkan bahwa pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi (sub sampel 4), pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh tidak memberikan reaksi kepada investor. Karena investor belum dapat menginterpretasikan pengumuman dividen meningkat sebagai kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*), dimana analisis yang mendalam dibutuhkan untuk memperkirakan besarnya dampak dari informasi tersebut ke harga sekuritas bersangkutan (Jogiyanto, 2003). Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh tidak adanya kandungan informasi bagi investor.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Marfiah (2002), yang menyatakan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan tinggi.

Tabel IV.5. Hasil Pengujian Hipotesis 2 (Untuk Sub Sampel 5 atau Perusahaan Tidak Bertumbuh dengan Level Kepemilikan Institusional Rendah)

Hari	Median Abnormal Return	Success (s)	p-value
T-5	0.0158	1	0.5
T-4	0.0215	1	0.5
T-3	0.0019	1	0.5
T-2	0.0010	1	0.5
T-1	-0.0011	1	0.326
T0	0.0016	1	0.5
T+1	0.0001	1	0.5
T+2	0.0180	1	0.5
T+3	-0.0002	1	0.326
T+4	0.0039	1	0.5
T+5	0.0323	1	0.5

* Signifikan pada 5%

Berdasarkan tabel IV.5 di atas, dapat di lihat bahwa semua nilai p-value lebih besar dari 0,05. Nilai median *abnormal return* positif terjadi pada (t-5), (t-4), (t-3), (t-2), (t0), (t+1), (t+2), (t+4) dan (t+5) yaitu 0.0158, 0.0215, 0.0019, 0.0010, 0.0016, 0.0001, 0.0180, 0.0039, 0.0323. Akan tetapi secara statistik tidak ada yang signifikan. Artinya selama periode 5 hari sebelum sampai dengan 5 hari setelah pengumuman dividen, tidak terjadi reaksi investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Berdasarkan analisis di atas, maka bisa disimpulkan bahwa tidak terjadi pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, Kamaruddin, 1996. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*, PT. Rineke Cipta, Jakarta.
- Ardiyos, 1998. *Kamus Pasar Modal*, Citra Harta Prima, Jakarta.
- Baridwan, Zaki, 1997. *Intermediate Accounting*, Edisi ketujuh, BPFE, Yogyakarta.
- Darmadji, T dan H M. fakhrudin, 2006. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*, Salemba Empat, Jakarta.
- Indriantoro, Nur, 2000. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*, Penerbit BPFE, Yogyakarta
- Jogiyanto H.M., 1999. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi pertama, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Jogiyanto H.M., 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 2. Penerbit Rineka Cipta, Semarang.
- Jogiyanto H.M., 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 3, BPFE, Yogyakarta.
- Priyatno, Dwi. 2009. *5 Jam Belajar Olah Data dengan SPSS 17*. Yogyakarta: Andi Yogyakarta.
- Putra, Dianata Eka, 2002. *Berburu Uang di Pasar Modal*, Penerbit EFFHAR, Semarang.
- Usman, Marzuki, dkk, 1997. *Intermediate Accounting*, Edisi ketujuh, Institute Bank Indonesia, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Thomas. E. Copeland, 1999. *Manajemen Keuangan, diterjemahkan oleh Jaka Wisana dan Kribandoko*, Erlangga, Jakarta.
- www.google.com
www.idx.com
www.pdbe@fe.ugm.ac.id

Jurnal dan Skripsi

- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely dan Richard H. Thealer, 1997, "Do Changes in Dividend Signal the future or the Past?", *The Journal of Finance* 52: 1007-1034.
- Fama, E.F., 1970, "Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* (May): 383-417.
- Firth, Michael, 1996, "Dividend Changes, Abnormal Return, and Intra-Industry Firm Valuations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (June): 189-211.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver, 1993. "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal Of Accounting & Economics* , 16:125-160

- Gelb, David S, 1999, "Corporate Signalling with Dividend, Stock Repurchase, and Accounting Disclosure: An Empirical Study", *Journal of Accounting, Auditing dan Finance*: 99-120.
- Gustiyanti, Nurwelly, 2008, *Analisis Harga Saham Terhadap Pengumuman Reshuffle Kabinet Indonesia Bersatu 5 Desember 2005 dan 7 Mei 2007*, Skripsi S1 FE UNRI.
- Indonesian Capital Market Directory
- Irawati, Natalia Agnes, 2008. Analisis Pengaruh Investor terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta. Skripsi S1 FE UNRI.
- Kurniawati, Indah, 2004. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return: Pengujian Signaling Hypotesis di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*.
- Marfuah, 2001. "Kemahiran Investor dan Pola Return Saham Setelah Pengumuman Laba: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ". *Jurnal Wahana*.
- Marfuah, 2006. Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkat. *Jurnal Volume 10*. No 2.
- Miller, Merton H., dan Kevin Rock, 1985, *Dividen Policy under Asymmetric Information*, *The Journal of Finance* 40 (September): 893-906.
- Myers, S 1997. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal Financial Economics*, 5:147-175
- Pebriana, Dian. 2003. Reaksi Pasar atas Pengumuman Laba Tahunan Perusahaan Finance di Bursa Efek Jakarta. Skripsi S1 FE UNRI
- Petit, Richardson R., 1972. "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency". *The Journal of Finance* 27 (December): 993-1007.
- Setiawan, Doddy dan Hartono, Jogyanto, 2002. "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat". *Simposium Nasional Akuntansi 5*. Ikatan Akuntan Indonesia. Semarang: 334-347 *Journal of Economics Behavior and Organizations* (August):44-66.
- Smith Jr.Clifford W., dan Ross L.Watss,1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Fianancial Economics*, 2:263-292
- Sujoko, 1999. *Analisis Kandungan informasi dan Ketepatan Reaksi*



Pasar. Pengujian terhadap Dividend Signalling Theory, Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta. Tesis S-2. Universitas Gajah Mada (Tidak dipublikasikan).

Suparmono, 2000. "Dividend Announcement Effects on Stock Return: A Test of Signalling Hypothesis in the Indonesian Stock Market". *Gajah Mada International Journal of Business 2* (September): 351- 368.

Pengaruh Siste

The effi
performance
inconsistency
that influenced
investigated th
measurement s

Primary
Indonesia. The
managers. The
regression and

The m
performance.
system on ma
and performan

Keywords: T
Reward System

1.1. Latar B

Situasi
global saat in
dan ketat, ne
mendominasi
seperti Ameri
Jepang baha
seperti Singa
sudah tidak
terwujudnya
pasar bebas.
ekonomi yang
ini, pendita