

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN DIVIDEN SAHAM

**Farid Arif Wibowo
Nur Indriantoro**
Universitas Gadjah Mada

ABSTRAKSI

Pemikiran yang paling mendasar dari penelitian ini adalah bahwa pasar akan bereaksi secara berbeda terhadap suatu pengumuman dividen saham, tergantung bagaimana pasar tersebut menafsirkan perusahaan apakah (1) mempunyai kesempatan untuk tumbuh dan berkembang secara signifikan, atau; (2) "kekurangan" kas dan mengganti dividen tunai dengan dividen saham. Untuk menegaskan perbedaan dua penafsiran tersebut pasar akan memakai informasi lain yang dikeluarkan perusahaan sebagai bukti yang memperkuat atau menyangkal perkiraan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara beberapa variabel — yaitu sejarah dividen perusahaan, ukuran dividen saham dan rata-rata dana dari operasi— dengan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen saham.

Basil yang ditunjukkan adalah tidak adanya bukti yang cukup untuk mengkaitkan baik sejarah dividen perusahaan, ukuran dividen saham maupun rata-rata dana operasi dengan reaksi pasar.

1. PENDAHULUAN

Fenomena pembagian dividen saham merupakan fenomena yang menarik. Beberapa penelitian menyebutkan bahwa fenomena ini banyak menimbulkan teka-teki (*puzzled*). Di satu sisi pengumuman dividen saham mengindikasikan bahwa perusahaan sedang menghemat kas karena perusahaan sedang menghadapi masa-masa yang sulit, tetapi di sisi lain dividen saham juga mungkin menunjukkan bahwa perusahaan justru sedang mengekspresikan kepercayaan diri (konfidensi). Hal yang pertama bisa ditafsirkan bahwa perusahaan mengumumkan dividen saham karena sedang mengalami kerugian dan kegentingan kas yang akut, sedangkan yang kedua bisa juga dipahami bahwa perusahaan justru ingin menanamkan investasi pada suatu usaha yang menguntungkan.

Pasar akan merespon pengumuman dividen saham tersebut secara berbeda pula. Pasar akan bereaksi secara positif bila melihat bahwa pengumuman dividen saham diartikan perusahaan akan melakukan investasi, sebaliknya pasar akan bereaksi negatif bila pengumuman ditafsirkan perusahaan sedang berada dalam kondisi krisis likuiditas.

Untuk membedakan perusahaan yang prospektif dan perusahaan yang krisis, pasar membutuhkan informasi penegas untuk mengklasifikasikan perusahaan yang mengumumkan dividen saham sebagai perusahaan yang "baik" dan yang "buruk".

Selain itu pasar juga akan memakai informasi-informasi lain mengenai perusahaan sebagai pelengkap (komplemen) terutama yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Tulisan ini disusun dalam 5 bagian. Setelah pendahuluan ini dibahas secara teoritis beberapa hal menyangkut dividen saham dan variabel-variabel yang dipakai. Bagian ketiga akan menjelaskan mengenai data dan seleksi sampel yang digunakan. Metodologi penelitian yang dipakai dan hasil yang diperoleh dari penelitian diuraikan dalam bagian keempat. Bagian terakhir merupakan kesimpulan dari tulisan ini, implikasi dari penelitian ini juga disertakan dalam bab ini.

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direspons oleh pasar. Menurut Arifin (1993), pengumuman dividen dan pengumuman laba pada periode sebelumnya adalah dua jenis pengumuman yang paling sering digunakan oleh para manajer untuk menginformasikan prestasi dan prospek perusahaan. Aharony dan Swary (1980) menunjukkan bahwa informasi yang diberikan pada saat pengumuman dividen lebih berarti daripada pengumuman earning. Bagi para investor, dividen merupakan hasil yang diperoleh dari saham yang dimiliki, selain capital gain yang didapat apabila harga jual saham lebih tinggi dibanding harga belinya. Dividen tersebut didapat dari perusahaan sebagai distribusi yang dihasilkan dari operasi perusahaan.

Dalam membagikan dividen, perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan reinvestasi dalam perusahaan. Di satu sisi, laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu sumber pendanaan yang sangat signifikan bagi pertumbuhan perusahaan, tetapi di sisi lain dividen merupakan aliran kas (atau asset) yang dibagikan pada pemegang saham. Beberapa hal yang menjadi dasar pertimbangan kebijakan dividen antara lain (1) adanya perjanjian (misalnya hutang) yang mensyaratkan untuk menahan sebagian atau seluruh laba, (2) kebutuhan dana bagi perusahaan, (3) likuiditas perusahaan, (4) sifat pemegang saham, (5) stabilitas dividen atau (6) target tertentu mengenai rasio pembayaran dividen.

Dalam pembayaran dividen, perusahaan juga bisa memilih bentuk-bentuk tertentu pembayaran dividen. Dividen dapat dibayarkan dalam bentuk dividen tunai (*cash dividend*), dividen dalam bentuk aktiva yang lain (atau dividen property [*property dividend*]), dividen dalam bentuk surat utang (notes), ataupun dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*).

Dalam bentuk dividen saham (*stock dividend*), pembagian dapat dilaksanakan dalam skala besar (*large*) ataupun kecil. (*small*). Pembagian dividen saham dianggap besar jika perbandingan saham baru yang dibagikan dengan saham yang sudah ada (*outstanding share*) lebih besar dari 25 %, sebaliknya jika pembagian tersebut perbandingannya lebih kecil dari 25 % dianggap kecil.

Penelitian ini berhubungan dengan dividen saham sebagai faktor untuk mengetahui peranan pelengkap (komplemen/co/np/emen/) informasi akuntansi bagi pasar.

Banker et.al (1993) meneliti bagaimana informasi akuntansi yang telah dipublikasikan sebelumnya. seperti pengeluaran kapital. laba ditahan, dana dari operasi dan sejarah pembagian dividen (*dividend history*) dapat menjelaskan respon pasar terhadap pengumuman dividen saham. Banker menguip penelitian yang dilakukan oleh Eisemann dan Moses (1978) bahwa perusahaan yang membagikan dividen saham menunjukkan dua hal yang saling bertentangan secara diametral.

Pertama, perusahaan sedang menghemat kas pada masa-masa sulit yang dialami, atau kedua, perusahaan justru sedang mengekspresikan kepercayaan diri (konfidensi). Perusahaan yang membagikan dividen saham, dan bukan dividen) minat, bertujuan untuk menahan kas perusahaan, tetapi hal tersebut dapat ditafsirkan pada dua alasan : perusahaan mengalami kerugian atau kegentingan kas yang akut, atau perusahaan justru ingin menanamkan investasi pada usaha yang lebih menguntungkan. Untuk menegaskan kedua penafsiran tersebut, pasar akan memakai informasi lain yang berasal dari perusahaan yang membagikan dividen saham tersebut. Banker mengajukan variabel sejarah dividen perusahaan untuk membedakan indikasi tersebut. Sejarah dividen menjelaskan apakah dividen yang dibagikan perusahaan (tunai dan/atau saham) berkurang, tetap, bertambah, atau tidak ada pembayaran dividen sama sekali. Berdasar sejarah tersebut, perusahaan yang membagikan dividen saham diklasifikasikan menjadi perusahaan yang "baik" dan "buruk".

Berdasarkan tafsiran pasar atas kondisi perusahaan ("baik" atau "buruk"), beberapa variabel informasi perusahaan diajukan sebagai pelengkap (komplemen) dalam menanggapi pengumuman pembagian dividen saham.. Variabel yang digunakan Banker et. al adalah ukuran distribusi saham, batasan laba ditahan, tingkat pengeluaran kapital dan dana dari operasi perusahaan.

Sedangkan dalam penelitian ini hipotesa yang diajukan menyangkut tiga variabel pokok yaitu, data historis dividen, ukuran distribusi saham dividen, dan dana dari operasi.

Informasi Historis Dividen

Pemikiran yang paling mendasar dari penelitian ini adalah bahwa pasar akan bereaksi secara berbeda (nampak dari tanda dan tingkat *abnormal return*) terhadap suatu pengumuman dividen saham, tergantung bagaimana pasar tersebut menafsirkan perusahaan apakah :

- (1) mempunyai kesempatan untuk tumbuh dan berkembang secara signifikan, atau;
- (2) "kekurangan" kas dan mengganti dividen tunai dengan dividen saham.

Untuk menegaskan perbedaan dua penafsiran tersebut pasar akan memakai informasi lain yang dikeluarkan perusahaan sebagai bukti yang memperkuat atau menyangkal perkiraan.

Disebutkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980) serta Dielman dan Oppenheimer (1984) bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghindari atau menurunkan dividen tunai. Hal itu dapat diartikan bahwa pasar menganggap dividen tunai yang menurun sebagai sesuatu yang buruk. Pasar tidak menafsirkannya sebagai sebuah usaha untuk menghemat kas dan untuk mendanai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Meskipun penurunan dividen tunai biasanya di sertai dengan pemberian dividen saham, tetapi sebagaimana disimpulkan oleh Shefrin dan Statman (1984) bahwa investor lebih menyukai dividen tunai, tetap saja dapat diartikan kondisi tersebut sebagai sesuatu yang buruk.

Penurunan dividen saham juga dapat dikatakan sebagai sesuatu yang buruk bagi perusahaan yang sebelumnya tidak mengumumkan dividen tunai dalam tingkat yang tetap. Karena hal tersebut menunjukkan suatu penarikan kembali (*retraction*) kepercayaan diri tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan dapat dikategorikan baik jika dividen tunai sebelum pengumuman dividen saham tetap dan sebelumnya perusahaan juga mengumumkan dividen saham dengan tingkat yang tetap atau meningkat.

Banker et. al (1993) meringkas analisa di atas dalam sebuah tabel berikut:

Tabel 1 : Klasifikasi Sejarah Dividen

Dividen Tunai	Dividen Saham yang diumumkan			
	Berkurang	Tetap	Bertambah	Tidak Ada Dividen
Berhenti atau berkurang	Buruk	Buruk	Buruk	Buruk
Tetap	Buruk	Baik	Baik	Baik
Bertambah	Buruk	Baik	Baik	Baik
Tidak Ada Dividen	Buruk	Baik	Baik	Baik

Pemahaman mengenai informasi sejarah dividen kemudian dirumuskan dalam suatu hipotesis sebagai berikut:

H_{A1} : *Abnormal return* periode pengumuman adalah positif (negatif) bagi perusahaan dengan sejarah yang baik (buruk).

Ukuran Distribusi Saham

Leland dan Pyle (1977), serta Kaiy (1980) menunjukkan bahwa tingkat/ukuran distribusi dividen tunai mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan yang sesungguhnya. Jika kesimpulan yang didasarkan pada dividen tunai ini diperluas menyangkut dividen saham, maka tingkat distribusi dividen saham juga diperkirakan mempengaruhi abnormal return secara positif. Grinbiatl et. ai (1984) menggunakan ukuran distribusi saham sebagai variabel Dalam pengujian terhadap *abnormal reium* di sekitar tanggal pengumuman dan menemukan hubungan yang positif dengan dividen saham, meskipun secara statistik Sidak signifikan. Wooridge (1983) dan McNichois dan Dravid (1990) juga menemukan hubungan yang positif antara penambahan abnormal return rata-rata dan ukuran distribusi saham.

Pemahaman tersebut membawa pada perumusan hipotesis sebagai berikut:

H_{A2} = *Abnormal return* pada periode pengumuman bertambah (berkurang) bagi perusahaan dengan sejarah baik (buruk) dengan semakin besarnya ukuran dividen saham.

Dana dari Operasi

Beberapa penelitian mengenai dividen saham dan split saham, misalnya oleh Bar Yosef dan Brown (1977) memperlakukan pendapatan dalam periode setelah pengumuman sebagai pengujian apakah perusahaan yang mengumumkan saham dividen telah diperlakukan sama sebagaimana perusahaan yang tidak mengumumkan. Dalam penelitian Banker, et. al. (1993) juga diteliti aliran dana untuk mengamati bagaimana pelaku pasar menggunakan informasi yang diperoleh sebelumnya untuk menanggapi adanya pengumuman saham dividen. Penelitian tersebut mengajukan

hipotesa bahwa berdasarkan kondisi perusahaan menurut sejarah dividennya, akan terdapat pertambahan nilai sehubungan informasi pendapatan atau aliran dana dari operasi perusahaan. yang merupakan reaksi investor terhadap pengumuman dividen saham. Meskipun informasi pendapatan (dan aliran dana) terpaku dalam nilai yang berlaku sebelum pengumuman dividen saham, informasi tersebut menjadi salah satu faktor yang membentuk pertimbangan investor.

Akan tetapi informasi yang hanya berasal dari satu tahun sebelumnya mungkin menimbulkan pertanyaan mengenai adanya *random shocks*, sehingga dalam penelitian ini menggunakan rata-rata dana dari operasi selama dua tahun sebelum pengumuman dividen saham.

Dalam peneitian ini diamati pelaku pasar dalam menggunakan informasi pada aliran dana untuk memberi respon terhadap pengumuman dividen saham.

Hipotesis mengenai dana operasi dan respon pasar tersebut dirumuskan sebagai berikut:

H_{A3} : *Abnormal return* periode pengumuman sesuai rata-rata dana dari operasi bagi kedua jenis perusahaan {perusahaan dengan sejarah baik dan perusahaan dengan sejarah buruk}.

3. DATA DAN SELEKSI SAMPEL

Untuk mendapatkan hasil penelitian yang akurat, peneitian ini mengamati seluruh perusahaan yang mengumumkan saham dividen. Semua pengumuman yang dilakukan oleh perusahaaan tersebut dimasukkan dalam penelitian ini. Penelitian ini berdasar pada asumsi bahwa perusahaan yang mendistribusikan saham kurang dari 25 persen dianggap sebagai perusahaan yang mengumumkan saham dividen. Definisi ini sesuai dengan apa yang felah menjadi dasar penelitian Grinblatt et. a; (1984) dan Peterson et. al (1996).

Analisis dalam peneitian ini didasarkan pada perusahaan tercatat di Bursa Efek Jakarta yang mengumumkan saham dividen pada periode 5 tahun, yaitu antara 1 Januari 1992-31 Desember 1996. Periode tersebut dipilih karena pada saat tersebut

cukup banyak perusahaan yang mengumumkan dividen saham, seiaian bahwa bagi penelitian ini periode tersebut merupakan periode paiing akhir yang dapat diteliti.

Fenomena pembagian dividen saham di Indonesia merupakan hal yang tidak banyak terjadi. Di Bursa Efek Jakarta hanya terjadi 42 event pengumuman dividen saham dari tahun 1992 hingga tahun 1996. Jumlah ini relatif kecil dibandingkan *event split* saham dan bonus saham.

Proses seleksi *event* pengumuman dividen saham dilakukan dengan (1) mengeluarkan pengumuman dividen saham yang lebih besar dari 25 % dan (2) mengeluarkan pengumuman dividen saham yang digabung bersama dengan pengumuman distribusi saham yang lain. Secara ringkas proses seleksi populasi tersebut dijelaskan dalam tabel berikut:

Tabel 2 : Resume Proses Seleksi

	92	93	94	95	96	Total
Total pengumuman dividen saham	5	6	16	9	6	42
Dikurangi pengumuman yang ukuran distribusinya melebihi 25 %	3	0	6	4	0	13
Dikurangi pengumuman yang disertai pengumuman distribusi lain secara bersama-sama	0	0	2	1	0	3
Pengumuman yang akan diteliti	2	6	8	4	6	26

Penelitian ini menggunakan data yang diperoleh dari "*Indonesia Capital Market Directory*" edisi tahun 1992, 1993, 1994, 1995, 1996 dan 1997 serta data yang diambil dari Pusat Data Bisnis Indonesia dan *Bussiness News*.

4. METODOLOGI PENELITIAN

Dengan data yang ada, beberapa perangkat penelitian dipakai untuk memperoleh gambaran terhadap hubungan variabel independen yang dipilih dengan variabel dependennya.

Pengujian Respon Pasar yang Berbeda

a. Dengan Menggunakan Tabel Klasifikasi Perusahaan

Dengan berdasar kategori sebagai mana ditunjukkan dalam tabel sejarah dividen, untuk menguji respon pasar atas dasar kategori tersebut, maka setiap sel dihitung mean CARs selamatujuh hari.

Berdasarkan klasifikasi perusahaan, rata-rata *cumulative abnormal return* masing-masing saham dibandingkan satu sama lain seperti tampak pada tabel berikut ini:

Tabel 3 : Rata-rata CAR berdasarkan Sejarah Dividen

Cash Dividen	Dividen Saham			
	Berkurang	Tetap	Bertambah	Tidak Ada Dividen
Berkurang	buruk	buruk	buruk	buruk
Observasi	3	-	-	10
rata-rata CAR	0,042530			-0,006366
Tetap	buruk	baik	baik	baik
Observasi	-	-	-	2
rata-rata CAR				0,438041
Bertambah	buruk	baik	baik	baik
Observasi	-	-	-	11
rata-rata CAR				-0,092909
Tidak Ada Dividen	buruk	baik	baik	baik
Observasi	-	-	-	-
raia-rata CAR				

Dari tabel tersebut terlihat bahwa tidak ada konsistensi perbedaan rata-rata CAR antara perusahaan yang mempunyai sejarah dividen baik dan sejarah dividen buruk. Perusahaan yang pembayaran dividen tunai dan sahamnya sama-sama berkurang (sehingga diklasifikasikan "buruk") mempunyai rata-rata CAR yang lebih baik (0,042530) dibanding perusahaan yang pembayaran dividen tunainya bertambah dan tidak ada pembayaran dividen saham sebelumnya (dikategorikan "baik") yaitu -0,092909. Sedangkan perusahaan yang tidak membagikan dividen saham menunjukkan rata-rata CAR yang lebih baik pada perusahaan yang dividen tunainya tetap (0,438041) dibanding perusahaan yang dividen tunainya berkurang (-0,006366).

Bila tabel tersebut disederhanakan dengan hanya membagi klasifikasi perusahaan berdasarkan sejarah dividennya menjadi baik dan buruk (2 sel) maka akan didapat seperti Tabel 4 berikut ini.

Ternyata perusahaan yang diklasifikasikan baik justru memiliki rata-rata CAR yang lebih rendah (-0,011225) dibandingkan perusahaan yang diklasifikasikan buruk (0,004918).

Tabel 4 : Rata-rata CAR Berdasarkan Klasifikasi Perusahaan

Klasifikasi Perusahaan	Rata-rata CAR
Baik	-0,011225
Buruk	0,004918
Semuanya	-0,003153

b. Dengan Menggunakan Chi-Square Test

Untuk menguji bahwa tidak ada hubungan antara sinyal *abnormal return* pada periode pengumuman dengan sejarah dividen perusahaan (hipotesa nol) digunakan klasifikasi 2x2 (sejarah dividen : Buruk vs. Baik; CAR yang diteliti : Negatif vs. Positif). Kemudian dari klasifikasi tersebut dilakukan pengujian Chi-Square yang mengasumsikan tidak ada ketergantungan antara variabel-variabel tersebut.

Uji Chi Square menghasilkan mp^2_{hitung} yang akan dibandingkan dengan nilai mp^2_{label} berdasarkan tingkat kepercayaan dan *dk* tertentu.

Bila hubungan antara CAR dengan sejarah dividen perusahaan diuji dengan menggunakan Uji Chi-Square, dalam bentuk tabel akan tampak seperti pada Tabel 5.

Dari tabel tersebut diperoleh nilai mp^2_{hitung} sebesar 0,6914. Pada tingkat kepercayaan 5 % dengan *dk* 1 didapat mp^2_{label} sebesar 3,8415 sehingga dapat dikatakan bahwa H_0 (dalam uji Chi Square ini) yang menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan "baik" dan "buruk" berkaitan dengan CAR-nya, diterima. Dengan kata lain, CAR mempunyai tingkat yang sama di antara perusahaan (saham), dengan kategori "baik" maupun "buruk".

Tabel 5 : Tabel Chi-Square Kategori Sejarah Divider) dan Respon Pasar (CAR)

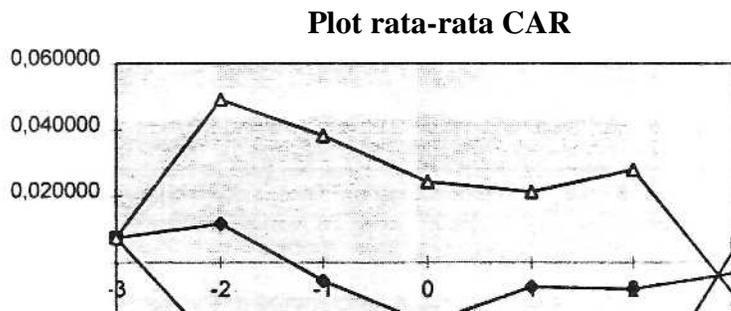
Klasifikasi Sejarah Dividen	CAR		
	Negatif	Positif	Total
Buruk			
Frekwensi	5	8	13
Frekwensi yang diharapkan	5,5	7,5	
Baik			
Frekwensi	6	7	13
Frekwensi yang diharapkan	5,5	7,5	
Seluruh Perusahaan			
Frekwensi	11	15	26

c. Dengan Menggunakan Plot CAR

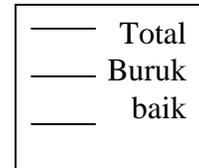
Perbedaan return antar perusahaan dengan sejarah baik dan buruk juga bisa dilakukan dengan mengamati reaksi pasar setiap kategori selama periode sebelum dan sesudah pengumuman. Rata-rata dari *abnormal return* tersebut lalu diakumulasikan dan dipaparkan Dalam 3 agregasi (1) total perusahaan, (2) perusahaan dengan sejarah baik, dan (3) perusahaan dengan sejarah buruk. Dari perhirungan tersebut akan didapatkan plot tingkat CAR menurut waktu dan bila perlu bisa digambarkan sebagai grafik.

Bila rata-rata CAR dilihat selama 7 hari di sekitar pengumuman (*event windows*) dengan menggunakan suatu grafik dan diplotkan secara berseri, akan terlihat sebagaimana terlihat pada Gambar 1.

Selama 7 hari tersebut (3 hari sebelum pengumuman, hari pengumuman, dan 3 hari Setelah pengumuman), *abnormal return* perusahaan yang diklasifikasikan baik justru menunjukkan gejala menurun, sementara perusahaan yang diklasifikasikan buruk menunjukkan gejala naik Setelah pengumuman. Meskipun biia dilihat secara total, terlihat gejala yang semakin meningkat.



0,000000
0,020000



hari
Gambar 1

Analisa Regresi

Hipoteses dalam penelitian ini menyatakan bahwa selain sejarah dividen, pasar juga menggunakan informasi lain untuk merespon pengumuman dividen saham. Untuk mengetahui hal tersebut, digunakan pendekatan regresi berganda untuk menguji *variasi cross-sectional* pada respon pasar.

Regresi yang pertama digunakan untuk melihat hubungan CAR dengan variabel-variabel akuntansi. Untuk melihat sejarah dividen perusahaan. Variabel akuntansi yang digunakan dalam regresi yang pertama ini adalah rata-rata dana dari operasi (AFO) dan ukuran distribusi saham (DSIZE). Kedua variabel akuntansi tersebut menjadi variabel "independen" sedangkan CAR menjadi variabel dependen. Persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut:

$$CAR_i = a + b_k X_{ik} + e_i,$$

di mana,

CAR_1 : adalah abnormal return kumulatif selama 7 hari pada periode pengumuman dividen saham pada perusahaan i .

X_{ik} : adalah dua variabel akuntansi yaitu DSIZE, dan AFO

i : 1,.....,N.

Dari hasil regresi yang dilakukan atas 26 perusahaan didapatkan rata-rata CAR sebesar -0,003 dengan standar deviasi sebesar 0,253.

Pada Tabel 6 diperlihatkan bahwa F_{hitung} sebesar 0,003327 signifikan pada level 0,9673. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 5 % serta $df_1 = 2$ dan $df_2 = 23$ didapatkan F_{tabel} sebesar 3,42213, sehingga dapat dikatakan tidak ada variabel independen yang memberikan kontribusi dalam memprediksi nilai variabel dependen.

Tabel 6 : Hasil Anatisa Regresi (I)

Variabel Dependen: CAR				
Fhitung : 0,03327		Probabilitas: 0,9673		
F tabel : 3,42213		Probabilitas: 0,95		
R ² : 0,00288				
n : 26				
Variabel Independen	Koeflsien	t hitung	Probabilitas	t tabel
AFO	0,172198	0,219	0,8286	2,0689
DSIZE	0,077976	0,096	0,9242	2,0689
Konstanta	-0,027726	-0,247	0,8072	2,0689

Dari hasil uji korelasi didapat nilai koefisien korelasi (R) sebesar 0,05371 dan koefisien determinasi (R²) sebesar 0,00288, Ini berarti variabel-variabel independen dijelaskan oleh variabel dependen dan sebaliknya hanya sebesar 0,00288 atau 0,288 % sedangkan sisanya 99,712 dipengamhi oleh variabel lain yang berada di luar persamaan.

Uji t yang dilakukan dengan tingkat kepercayaan 5 % menunjukkan bahwa variabel AFO (rata-rata dana dari operasi) signifikan pada level 0,8286 dengan t_{hitung} , E 0,219 dan t_{tabel} 2,0689. Karena t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} , maka secara individu variabel AFO tidak signifikan terhadap variabel dependen.

Hasil uji t terhadap variabel ukuran distribusi saham (DSIZE) menunjukkan bahwa pada tingkat kepercayaan 5 % variabel DSIZE signifikan pada level 0,9242 dan t_{hitung} menunjukkan nilai sebesar 0,906 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,0689. Karena t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} maka variabel DSIZE secara individu tidak signifikan terhadap variabel dependen.

Untuk melihat pengaruh klasifikasi perusahaan berdasarkan sejarah dividennya, digunakan analisa regresi yang kedua. Analisa regresi yang kedua ini menjadikan klasifikasi perusahaan sebagai suatu variabel dummy, tetapi variabel tersebut tidak berdiri sendiri sebagai satu variabel melainkan dikalikan dengan variabel akuntansi yang lain. Dirumuskan,

$$CAR_i = a' + b'_k X_{ik} + c_k(X_{ik} * d_i) + e'_i$$

di mana,

d_i : adalah *variabel dummy*, bernilai 1 untuk perusahaan dengan sejarah buruk dan 0 untuk perusahaan dengan sejarah baik.

Dalam tabel berikut variabel yang melibatkan klasifikasi perusahaan ditandai dengan prefiks N di awalnya.

Tabel 7 : Hasil Analisa Regresi (2)

VariabelDependen : CAR				
Fhitung: 0,07660		Probabilitas: 0,9886		
F label: 2.84010		Probabilitas: 0,95		
R2: 0.01438				
n : 26				
Variabel Independen	Koefisien	T hilung	t tabel	Probabilitas
AFO	0,142282	0,104	2,080	0,9181
DSIZE	0,351647	0,265	2,080	0,7935
N-AFO	-0,434470	-0,277	2,080	0,7846
N-DSIZE	-0,050273	-0,034	2.080	0,9730
Konstanta	0,025109	-0,211		0,8352

Tabel di atas mem perl ihatkan bahwa model signifikan (pada tingkat kepercayaan sebesar 5 %) pada level 0,9886 dengan nilai F hitung sebesar 0.07660. Hal tersebut menun-jukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel yang independen tidak signifikan terhadap variabel independen.

Koefisien determines! (R2) menunjukkan nilai sebesar 0.01438 yang berarti bahwa variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel dependen hanya sebesar 0,01 43 8 atau 1.438 %. Hal tersebut juga dapat diartikan bahwa variabel lain di luar persamaan mem-pengaruhi sebesar 98,62 % pada variabel dependen.

Pada pengujian nilai t , didapatkan t_{hitung} sebesar 0,104 untuk variabel AFO dan t_{tabel} sebesar 2.080 pada tingkat kepercayaan 5 %. Hal ini menunjukkan bahwa variabel tersebut tidak signifikan secara individu terhadap model karena t_{hitung} lebih kecil dari pada t_{tabel} .

Pada variabel-variabel lain, uji t ini juga menunjukkan bahwa t_{hitung} variabel-variabel tersebut semuanya menunjukkan nilai yang lebih kecil dari t_{tabel} , sehingga dapat dikatakan semua variabel independen secara individu tidak signifikan terhadap variabel dependen.

5. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, analisa data menunjukkan hasil yang tidak mendukung *hipotesa* yang diajukan sebelumnya. Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah, pertama, tidak ditemukati bukti bahwa *abnormal return* periode pengumuman positif bagi perusahaan dengan sejarah baik dan negatif bagi perusahaan dengan sejarah buruk. Pengujian terhadap data-data yang ada menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan dengan sejarah baik dan perusahaan dengan sejarah buruk berkaitan dengan abnormal return.

Kedua, tidak ditemukan bukti bahwa ukuran dividen saham mempengaruhi tingkat *abnormal return* pada periode pengumuman. Hasil analisa data memperlihatkan bahwa ukuran dividen saham sebagai suatu variabel tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* sebagai variabel independen.

Ketiga, tidak ditemukan bukti yang mendukung bahwa *abnormal return* periode pengumuman berhubungan, atau dipengaruhi oleh rata-rata dana dari operasi perusahaan. Pengamatan terhadap data memberi hasil kesimpulan bahwa rata-rata dana dari operasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* pada periode pengumuman.

Penelitian ini juga tidak mendukung penelitian sebelumnya, yang meneliti obyek dan periode yang berbeda yang menyatakan bahwa perusahaan dengan sejarah

baik akan mempunyai *abnormal return* yang lebih positif dibandingkan perusahaan yang bersejarah buruk.

Dalam memahami kesimpulan tersebut, beberapa hal yang perlu dipertimbangkan mengenai keterbatasan-keterbatasan penelitian ini. Pertama, karena pengumuman dividen saham masih merupakan fenomena yang jarang terjadi di Indonesia, maka penelitian ini hanya didasarkan pada data yang sedikit (26 saham pengumuman dividen saham yang sudah diseleksi). Jumlah yang sedikit ini mungkin menimbulkan beberapa masalah dalam kecukupan *statistikal*.

Kedua, adanya kemungkinan kesalahan dalam merumuskan *spesifikasi model*. Indikasi adanya *abnormal return* seringkali dikarenakan adanya kesalahan mengenai spesifikasi pricing model yang digunakan.

Ketiga, karena keterbatasan waktu dan sumber daya yang lain, pengamatan yang dilakukan (mengenai parameter regresi, event window) terpengaruh oleh periode yang singkat.

Dari kesimpulan penelitian yang telah dikemukakan, saran yang bisa diajukan sehubungan dengan penelitian ini adalah, pertama, bagi investor di pasar modal, kesimpulan dari penelitian ini bisa menambah pertimbangan bahwa pembagian dividen saham tidak memberikan akibat yang menaikkan abnormal return. Begitu pula sejarah dividen perusahaan tidak bisa dijadikan sebagai faktor pembeda (*distinguishing mark*) apakah perusahaan berada dalam krisis kas atautkah perusahaan justru bermaksud melakukan investasi yang memerlukan cukup banyak dana.

Kedua, bagi perusahaan, dalam memberikan sinyal pada pasar, sebaiknya mempertimbangkan kebijakan-kebijakan yang lain. Karena sebagaimana yang telah disimpulkan dalam penelitian ini, tidak ditemukan bukti bahwa berdasarkan faktor-faktor yang disebutkan dividen saham memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pasar.

Dan ketiga, untuk penelitian selanjutnya, berkaitan dengan penelitian ini, pertama, di waktu mendatang ketika sudah semakin banyak terjadi pembagian dividen saham di pasar modal, penelitian ini bisa dikembangkan. Penelitian ini

terbatasan oleh masih sedikitnya kejadian pembagian dividen saham di BEJ, sehingga data yang menjadi obyek penelitian menjadi sangat terbatas. Kedua, metodologi penelitian dalam penelitian ini bisa dikembangkan dan diperbaiki, baik dalam pengamatan respon pasar, pengujian maupun dalam hal yang lain sehingga lebih bisa merefleksikan realitas pasar. Ketiga, perlunya pengembangan faktor-faktor yang mempengaruhi respon pasar terhadap dividen saham selain dari apa yang sudah dihipotesiskan dalam penelitian ini. Karena bagaimanapun juga fenomena pembagian dividen saham di pasar modal masih merupakan fenomena yang menarik untuk diteliti.

6. REFERENSI

- Aharony, J. dan I. Swary. 1980, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis." *Journal of Finance* (March): 1 -12.
- Arifin, Zaenal. 1993. "Perilaku Dividen Perusahaan Perusahaan di Bursa Efek Jakarta." *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No. 8 Agustus.
- Banker, R. D., S. Das, dan S.M. Datar. 1993. "Complementarity of Prior Accounting Information : The Case of Stock Dividend Announcement " *The Accounting Review*, 68 (January): 28 - 27.
- Bar-Yosef, S. dan L.D. Brown. 1977. "A Reexamination of Stock Split Using Moving Betas." *Journal of Finance* (September): 1069- 1080.
- Dielman, T, E, dan H.R. Oppenheimer. 1984. "An Examination of Investor Behaviour During Periods of Large Dividend Changes." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19{Juni): 197-216.
- Grinbalt, M. S., R. W. Masulis, dan S. Titman. 1984. "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends." *Journal of Financial Economics*, 13 (December).

- Kalay, A. 1980. "Signaling, Information Content, and The Reluctance to Cut Dividends." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15 (November): 855 - 869.
- Uland, H. E., dan D. H. Pyle. 1977. "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance* 32 (Mei): 371 - 387.
- McNichols, M. dan A. Dravid. 1990. "Stock Dividend, Stock Split, and Signaling." *Journal of Finance*, 45 (July) : 857 - 879.
- Peterson, C. A., J. A. Miller, dan J.N. Rimbey. 1996.. "The Economic Consequences of Accounting for Stock Splits and Large Stock Dividends" *The Accounting Review*, 71 (April 1996): 241 -253.
- Woolridge, J.R. 1983. "Stock Dividend as Signal." *Journal of Financial Research* (Spring): 1-12.
- Shefrin, H.M. dan M. Siaiman. 1984. "Ex-plaining Investor Preference for Cash Dividends." *Journal of Financial Economics* 13(Juni):253 -282.