

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

Marfuah

*Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
E-mail: marfuah@fe.uii.ac.id*

Abstract

The primary purpose of this study is to test the impact of investor sophistication toward the accuracy of market reactions in responding dividend increase announcement at the Jakarta Stock Exchange. The study employs the proportion of firm shares held by institutional investors as the proxy for investor sophistication. The sample for this research is 80 companies during the period of 2000-2002. The result indicates there is no impact of investor sophistication toward accuracy of market reactions in responding dividend increase announcement at Jakarta Stock Exchange.

Keyword: *dividend increase, information content, decisionally efficient market, investor sophistication, institutional ownership.*

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal yang sangat pesat saat ini, telah memotivasi para peneliti untuk melakukan penelitian yang terkait dengan pasar modal, misalnya isu efisiensi pasar. Penelitian ini menanggapi isu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan yang diusulkan oleh Hartono (1998), dengan menganalisis pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Jakarta.

Hartono (1998) menyatakan bahwa efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut 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*). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi menekankan kepada *fully reflect* dan *quickly reflect*, tetapi tidak memperhitungkan kecanggihan investor dalam mengolah

informasi. Sementara efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan mencakup *fully reflect*, *quickly reflect* dan kecanggihan pasar. Investor yang canggih (*sophisticated investor*) seharusnya dapat menginterpretasikan dan menganalisis informasi, sehingga mampu membedakan informasi yang bernilai ekonomis dan tidak bernilai ekonomis.

Pengertian pasar efisiensi bentuk setengah kuat secara informasi menurut Fama (1970) tepat untuk pengumuman yang tidak memerlukan pengolahan lebih lanjut, seperti: pengumuman laba. Laba naik (turun) berarti menunjukkan kinerja perusahaan meningkat (menurun). Dalam hal ini, faktor yang penting adalah ketersediaan informasi bagi seluruh pelaku pasar sehingga investor dapat bertindak yang akan membentuk keseimbangan baru. Harga keseimbangan ini mencerminkan informasi yang tersedia. Akan tetapi, untuk pengumuman yang memerlukan pengolahan

lebih lanjut seperti: pengumuman merjer dan dividen, konsep Fama (1970) dapat dikembangkan lebih lanjut dengan memperhitungkan kecanggihan pelaku pasar dalam menginterpretasikan sinyal yang berasal dari pengumuman merjer dan dividen.

Perusahaan yang membayarkan dividen meningkat dibandingkan tahun lalu mempunyai arti perusahaan berusaha memberikan sinyal yang baik mengenai prospek perusahaan di masa depan. Sebaliknya jika perusahaan memotong nilai dividen akan dianggap sebagai sinyal buruk, karena akan dianggap sebagai kekurangan likuiditas. Pelaku pasar yang kurang cangguh akan menerima informasi peningkatan dividen itu begitu saja sebagai sinyal yang baik tanpa menganalisisnya lebih lanjut dan harga sekuritas akan mencerminkan informasi kabar baik ini secara penuh. Secara definisi, ini berarti pasar sudah efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

Sebaliknya pelaku pasar yang cangguh tidak mudah dibodohi oleh emiten. Pelaku pasar yang cangguh akan menganalisis informasi dari peningkatan dividen lebih lanjut untuk menentukan apakah benar informasi tersebut merupakan sinyal yang valid dan dapat dipercaya. Artinya investor akan menganalisis apakah pengumuman dividen meningkat tersebut diumumkan oleh perusahaan yang berprospek atau tidak. Jika diumumkan oleh perusahaan berprospek, maka sinyal tersebut valid atau bernilai ekonomis, sedangkan jika diumumkan oleh perusahaan yang tidak berprospek berarti sinyal tersebut tidak valid atau tidak bernilai ekonomis, karena pembayaran dividen membutuhkan *cost tinggi* dan hanya perusahaan yang berprospek saja yang mampu menanggungnya. Oleh karena itu investor yang cangguh akan bereaksi positif (melihat sebagai kabar baik) terhadap pengumuman dividen meningkat dari perusahaan yang mempunyai prospek dan akan bereaksi negatif (melihat sebagai kabar buruk) ter-

hadap pengumuman dividen meningkat dari perusahaan yang tidak berprospek.

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 Jakarta masih naif. Investor di BEJ merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat. Mereka tidak memperhitungkan apakah kenaikan dividen tersebut berasal dari perusahaan yang mempunyai prospek atau tidak. Jadi berdasarkan hasil penelitian Sujoko (1999) maupun Setiawan dan Hartono (2002), Bursa Efek Jakarta 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 BEJ masih naif atau belum cangguh, karena investor di BEJ merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat, baik pada perusahaan yang mempunyai prospek (bertumbuh) maupun yang tidak mempunyai prospek (tidak bertumbuh). Oleh karena itu tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepat-

an reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

Berdasarkan latar belakang, maka masalah penelitian ini akan diidentifikasi menjadi 5. Masalah ke-1 merupakan masalah yang berkaitan dengan ada tidaknya kandungan informasi dari pengumuman dividen meningkat. Masalah ke-2 dan ke-3 berkaitan dengan pengujian ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat atau pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan. Sementara masalah ke-4 dan ke-5 berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh kecanggihan investor dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Kelima masalah penelitian dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2000-2002?
2. Apakah investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2000-2002 yang dinyatakan oleh perusahaan yang bertumbuh?
3. Apakah investor merespon negatif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2000-2002 yang dinyatakan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh?
4. Apakah investor merespon negatif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2000-2002 yang dinyatakan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh investor institusional?
5. Apakah investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2000-2002 yang dinyatakan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh yang sebagian kecil sahamnya dimiliki oleh investor institusional?

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pada bagian ini akan diuraikan teori yang berhubungan dengan pengumuman dividen dan beberapa penelitian terdahulu

yang mendukung dalam perumusan hipotesis.

Dividen Signalling Theory

Teori yang relevan dengan penelitian ini adalah *signalling theory*. Menurut teori ini, terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor berkaitan dengan informasi tentang prospek perusahaan. Dibandingkan dengan investor, manajer mengetahui dengan baik tentang prospek perusahaan di masa depan, karena manajer mempunyai informasi yang lebih banyak dan akurat tentang kondisi perusahaan. Untuk mengurangi kesenjangan informasi antara manajer dengan investor, manajer dapat menggunakan dividen sebagai suatu sinyal yang baik (Gelb, 1999).

Teori dividen sebagai sinyal dikembangkan oleh Miller dan Rock (1985). Miller dan Rock (1985) menyatakan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi mengenai laba saat ini dan masa depan. Apabila pengumuman dividen tersebut meningkat (menurun) berarti manajer memiliki keyakinan bahwa laba akan mengalami peningkatan (penurunan). Investor sebagai pihak yang memiliki informasi inferior akan menggunakan informasi pengumuman dividen tersebut untuk mengeliminasi asimetri informasi. Apabila pengumuman dividen tersebut merupakan kabar baik (buruk), yaitu pengumuman dividen meningkat (menurun), maka investor akan bereaksi positif (negatif). Jadi, dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Penelitian Tentang Kandungan Informasi Dividen

Temuan Gonedes (1978) dikonfirmasi oleh Brooks (1996) yang meneliti pengumuman dividen pada tahun 1988 dan menguji perubahan asimetri informasi, *relative spread* dan volume perdagangan untuk melihat perubahan antara periode

sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Hasil Penelitian Brooks (1996) menemukan asimetri informasi yang terjadi tidak mengalami perubahan yang signifikan, begitu juga *relative spread* dan volume perdagangan.

Petit (1972) meneliti sampel yang terdiri dari 625 perusahaan yang berasal dari periode Januari 1964 sampai Juni 1968. Temuan Petit (1972) bertentangan dengan hasil Godenes (1978) dan Brooks (1996). Temuan Petit (1972) menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan, terutama pada bulan pengumuman dividen. Oleh karena itu temuan Petit (1972) mendukung teori kandungan informasi yang dibawa dividen, sehingga dividen mempunyai kandungan informasi yang substansial bagi investor.

Penelitian selanjutnya mengenai kandungan informasi dividen, terutama pada penelitian terakhir banyak yang mendukung kandungan informasi dividen. Aharony dan Swary (1980) mengamati sampel penelitian yang terdiri dari 149 perusahaan dalam kurun waktu 1 Januari 1963 sampai dengan 31 Desember 1976 yang terdaftar di NYSE. Hasil penelitian menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan pada sehari sebelum dan hari pengumuman dividen, baik untuk perubahan dividen meningkat maupun menurun.

Firth (1994) menyatakan bahwa perubahan dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna. Pendapatnya didasarkan atas penelitiannya terhadap 649 observasi selama periode 1980-1991. Hasilnya menunjukkan bahwa reaksi pasar terjadi secara signifikan pada dua hari periode jendela yang diamati. Efek pengumuman dividen oleh reporter juga mempengaruhi pergerakan harga saham perusahaan dalam industri sejenis (perusahaan non reporter). Jadi ada transfer informasi intra industri pada saat pengumuman dividen.

Benartzi *et al.* (1997) melakukan pengujian dengan menggunakan metode *buy and hold strategy* terhadap data harian dan

data bulanan. Sampel yang diteliti terdiri dari 255 pengumuman dividen menurun dan 4249 pengumuman dividen meningkat selama periode 1979-1991. Hasilnya menunjukkan untuk jangka pendek yaitu 3 hari sekitar pengumuman ($t-1$, $t-0$ dan $t+1$) terdapat reaksi pasar yang signifikan yang mengkonfirmasi kandungan informasi dividen. Sedangkan untuk jangka panjang menunjukkan ada *excess return* signifikan yang terjadi setahun setelah pengumuman dividen. Jadi perusahaan yang menaikkan (menurunkan) pembagian dividen, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, mengalami *excess return* yang meningkat (menurun). Benartzi *et al* (1997) juga menunjukkan bahwa investor akan bereaksi lebih kuat terhadap pengumuman dividen menurun (-2,11%) dibandingkan pengumuman dividen meningkat (0,81%).

DeAngelo dan DeAngelo (1990) melakukan pengujian secara khusus terhadap perusahaan yang melakukan pemotongan dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan pemotongan dividen merupakan pertanda perusahaan tersebut dalam kondisi distress. Hal ini sejalan dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa penurunan pembayaran dividen berarti sinyal mengenai kinerja perusahaan yang menurun.

Brickly (1983) menguji kandungan informasi *specially designated dividend* yang diumumkan di NYSE dan AMEX pada periode 1969-1979 dan terdapat 165 pengumuman. Hasil penelitiannya menemukan adanya reaksi pasar yang signifikan positif pada hari ke-0 dan +1. Hal ini menunjukkan *specially designated dividend* juga mengandung informasi yang berguna bagi investor.

Di Indonesia, terdapat 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.

Setiawan dan Hartono (2002) berhasil mengkonfirmasi Sujoko (1999) dan Suparmono (2000) tentang adanya kandungan informasi pengumuman dividen. Perbedaannya adalah bahwa Sujoko (1999) dan Suparmono (2000) menunjukkan terdapat kebocoran informasi dan reaksi yang berkepanjangan, sehingga pasar bereaksi signifikan pada hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Sementara Setiawan dan Hartono (2002) menyatakan bahwa pasar bereaksi hanya pada hari pengumuman dividen dan tidak ada kebocoran informasi dan reaksi pasar yang berkepanjangan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis:

H1: Investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat.

Penelitian Tentang Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar pada Pengumuman Dividen

Fama (1970) menyatakan bahwa efisiensi pasar dapat dibagi menjadi tiga, yaitu: bentuk lemah, bentuk setengah kuat dan bentuk kuat. Efisiensi pasar setengah kuat menurut Fama (1970) menekankan pada ketersediaan informasi dan *fully reflect*. Definisi ini tepat untuk mengamati respon pasar terhadap pengumuman yang tidak memerlukan pengolahan lebih lanjut,

seperti: pengumuman laba dan arus kas. Pengumuman laba yang meningkat merupakan kabar baik yang menandakan kinerja perusahaan bagus, sedangkan pengumuman laba menurun berarti kabar buruk yang menandakan kinerja perusahaan menurun. Pasar dapat menyerap informasi ini dengan cepat, kemudian bereaksi positif (negatif) terhadap kabar baik (buruk). Pengukuran efisiensi pasar bentuk setengah kuat seperti ini sangat tergantung kepada seberapa luas informasi tersebut tersebar.

Konsep efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut Fama (1970) dikembangkan lebih lanjut oleh Hartono (1998) dengan memperhitungkan kecanggihan pelaku pasar. Menurut Hartono (1998) konsep Fama mengenai efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang menekankan ketersediaan informasi merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi. Akan tetapi, untuk menghadapi informasi yang menghendaki pengolahan lebih lanjut, seperti: pengumuman dividen dan merger, maka definisi Fama (1970) dapat dikembangkan lagi. Hartono (1998) menyatakan bahwa investor harus canggih dalam mengolah informasi, sehingga mampu bereaksi secara tepat. Dalam kasus pengumuman dividen, investor harus dapat membedakan antara sinyal yang diberikan oleh perusahaan yang mempunyai prospek dan yang tidak mempunyai prospek.

Lintner (1956) berargumen bahwa kenaikan dividen merupakan sinyal dari manajemen mengenai kepercayaan mereka bahwa laba akan mengalami peningkatan secara permanen di masa depan. Pemberian sinyal ini membutuhkan *cost*, maka hanya perusahaan berprospek yang mampu menanggungnya. Apabila sinyal tersebut diberikan oleh perusahaan yang tidak berprospek, maka perusahaan tersebut tidak akan mampu menanggung *signalling cost* dan akan mengalami kesulitan likuiditas, yang pada gilirannya justru akan merugikan

investor. Oleh karena itu, investor harus mampu membedakan antara perusahaan berprospek dan tidak berprospek supaya tidak dibodohi oleh emiten. Apabila kenaikan dividen tersebut berasal dari perusahaan yang berprospek ekonomis, maka pasar akan bereaksi positif. Akan tetapi, apabila perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tersebut merupakan perusahaan tidak berprospek, maka pasar akan bereaksi negatif.

Apabila investor hanya memperhatikan kenaikan dividen saja tanpa memperhatikan apakah sinyal tersebut valid atau tidak, sehingga merespon secara positif pengumuman dividen yang diberikan baik oleh perusahaan berprospek maupun tidak berprospek, maka investor tersebut adalah investor yang *naïve* atau investor yang tidak canggih (*unsophisticated investor*). Hartono (1998) menyatakan bahwa definisi pasar yang mencakup ketersediaan informasi dan ketepatan reaksi pasar merupakan pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (*decisionally efficient market*). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan tingkatannya lebih tinggi daripada pasar efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

Penelitian mengenai pasar efisien bentuk setengah kuat secara keputusan masih jarang dilakukan. Sujoko (1999) melakukan penelitian terhadap *Dividend Signalling Theory* di BEJ, selama periode 1994-1996. Penelitiannya menggunakan nilai pasar *asset* dibagi nilai buku sebagai proksi perusahaan berprospek atau tidak sehingga diperoleh 96 perusahaan yang bertumbuh dan mengumumkan kenaikan dividen dari 54 perusahaan yang tidak bertumbuh, tetapi mengumumkan kenaikan dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan investor merespon positif kedua sub sampel ini. Berarti, investor di Indonesia tidak memperhitungkan apakah perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen adalah

perusahaan yang bertumbuh atau tidak. Atau dengan kata lain, investor di Indonesia masih belum canggih, sehingga Bursa Efek Jakarta belum efisien setengah kuat secara keputusan.

Setiawan dan Hartono (2002) melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dalam merespon pengumuman dividen meningkat menyimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia periode 1992 – 1996 belum efisien setengah kuat secara keputusan. Investor tidak mampu membedakan antara sinyal yang valid (yang berasal dari perusahaan bertumbuh) dan sinyal yang tidak valid (yang berasal dari perusahaan tidak bertumbuh), karena dari hasil pengujian terhadap ketepatan reaksi pasar menunjukkan bahwa investor bereaksi positif baik terhadap pengumuman dividen meningkat yang dinyatakan oleh perusahaan bertumbuh maupun oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis 2 dan 3 sebagai berikut:

H2: Investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

H3: Investor merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

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 naif atau belum canggih, karena investor di BEJ merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat, baik pada perusahaan yang mempunyai prospek (bertumbuh) maupun yang tidak mempunyai

prospek (tidak bertumbuh). Oleh karena itu penelitian ini akan menguji pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat, terutama untuk perusahaan yang tidak bertumbuh.

Dalam penelitian ini, kecanggihan investor (*investor sophistication*) diproksikan dengan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional, karena proksi ini telah digunakan secara luas dalam literatur sebelumnya (misalnya, Hand, 1990; Utama dan Cready, 1997; Walther, 1997 dan El-Gazzar, 1998 dan Marfuah, 2001). 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. Pengujian akan dilakukan pada sub-sampel perusahaan yang tidak bertumbuh, yang akan dibagi menjadi 2, yaitu: pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi dan rendah.

Dari pengujian kedua sub-sampel tersebut diduga perusahaan yang mem-

punyai 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.

Berdasar uraian di atas, maka hipotesis 4 dan 5 dirumuskan sebagai berikut:

H4: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi, investor akan merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

H5: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah, investor akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

METODE PENELITIAN

Pada bagian ini akan diuraikan populasi dan sampel penelitian, data dan sumber data, definisi dan pengukuran variabel penelitian serta metode analisis data.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ dan mengumumkan dividen meningkat pada periode 2000-2002. Adapun pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dari populasi

yang dijelaskan di atas dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan mengumumkan pembayaran dividen meningkat selama periode 2000-2002. Untuk mengetahui meningkat atau tidak dengan membandingkan nilai dividen tahun pengamatan dengan tahun sebelumnya.
2. Perusahaan tidak melakukan pengumuman lainnya selama periode peristiwa, seperti: *stock dividen*, *stock split*, *right issue*. Hal ini dilakukan untuk mengurangi efek pengganggu yang dimungkinkan dapat mengurangi validitas penelitian.

Berdasarkan kriteria tersebut di atas, maka proses pemilihan sampel disajikan dalam Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1: Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Th. 2000	Th.2001	Th. 2002	Jumlah
Mengumumkan dividen meningkat	23	27	39	89
Melakukan pengumuman lain	(1)	(1)	(3)	(5)
Data outlier	(0)	(1)	(3)	(4)
Perusahaan sub sampel 1*	22	25	33	80
Perusahaan sub sampel 2**	(9)	(11)	(20)	(40)
Perusahaan sub sampel 3***	13	14	13	40
Perusahaan sub sampel 4****	(12)	(12)	(13)	(37)
Perusahaan sub sampel 5*****	1	2	0	3

Keterangan:

- * Perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang tidak melakukan pengumuman lain dalam periode peristiwa
- ** Perusahaan bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat.
- *** Perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat
- **** Perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat dengan level kepemilikan institusional tinggi
- ***** Perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat dengan level kepemilikan institusional rendah

Data dan Sumber Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini terdiri dari:

1. Tanggal pengumuman dividen dan nilai dividen. Data ini diperoleh dari data-base PPA UGM. Data ini digunakan untuk mengetahui nilai dividen meningkat dengan mengurangi nilai *dividend per share* periode pengamatan (DPS t) dengan nilai *dividend per share* periode sebelumnya (DPS t-1) dibagi dengan nilai *dividend per share* periode sebelumnya (DPS t-1).

$$\Delta \text{DPS}_t = \frac{\text{DPS}_{t-1} - \text{DPS}_{t-2}}{\text{DPS}_{t-1}} \dots\dots\dots (1)$$

2. Tanggal Pengumuman *stock dividen, stock split, right issue*. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* periode pengamatan dan data base Pojok BEJ FE UII.
3. Jumlah Saham Beredar. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* periode pengamatan dan *data base* Pojok BEJ FE UII.
4. Harga Penutupan Saham. Data ini diperoleh dari JSX Statistic tahunan sesuai periode pengamatan.
5. Total Ekuitas. Data ini diperoleh dari JSX Statistic tahunan sesuai periode pengamatan. Data pada no (3), (4) dan (5) digunakan untuk membedakan perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh yaitu dengan menggunakan salah satu proksi *investment opportunity set (IOS)* kategori *priced base*, yaitu MVE/BVE dengan formulasi :

$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Saham} \times \text{Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$

Kriteria:
 Bertumbuh jika MVE/BVE ≥ 1
 Tidak bertumbuh jika MVE/BVE < 1

6. Data *abnormal return* dengan beta koreksi. Data ini diperoleh di data base PPA FE UGM.
7. Persentase kepemilikan saham oleh investor institusional. Data ini digunakan sebagai proksi dari kecanggihan investor yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* periode pengamatan.

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. Dalam penelitian ini *abnormal return* dengan beta koreksi (ARPKOR) diperoleh dari *data base* PPA UGM. Peneliti tidak melakukan penghitungan sendiri untuk menentukan *abnormal return* dengan beta koreksi ini.

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 satu tahun (setahun).

Rumus ARPKOR adalah sebagai berikut :

$$\text{ARPKOR}_t = \text{RETH}_t (\text{ALPAKOR}_t + \text{BETAKOR}_t \text{ RETPBN}_t) \dots (3)$$

Keterangan :
 RETH_t = *return* harian emiten hari ke-t
 ALPAKOR_t = Koefisien alpha dari regresi beta yang dikoreksi metode Fowler dan Rorke periode 4 lead dan 4 lag selama setahun
 BETAKOR_t = Beta mentah yang dikoreksi metode Fowler dan Rorke 4 lead dan 4 lag dari regresi *return* harian selama setahun.
 RETPBN_t = *Return* pasar hari ke-t

Metode Analisis data

Untuk menguji hipotesis 1 sampai 4 digunakan uji beda rata-rata, yaitu: *one sample t-test* karena masing-masing sub sampel yang akan diuji lebih dari 30 perusahaan, sehingga diasumsikan data berdistribusi normal. Sementara untuk menguji hipotesis 5 digunakan uji beda non parametrik, yaitu *the sign test*. *One sample t-test* maupun *the sign test* ini digunakan untuk menguji apakah secara statistik terdapat *abnormal return* (positif atau negatif) di sekitar tanggal pengumuman dividen meningkat. Tingkat keyakinan yang digunakan dalam pengujian ini adalah 0,95 atau $\alpha = 0,05$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini terdiri dari 5 hipotesis. Hipotesis 1 tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat, Hipotesis 2 dan 3 tentang ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat dan hipotesis 4 dan 5 tentang pengaruh kecangihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Semua pengujian dilakukan uji beda satu sisi untuk abnormal return masing-masing hari pada periode peristiwa dan untuk keseluruhan abnormal return selama periode

peristiwa (CAR selama 11 hari). Pembahasan hasil pengujian hipotesis dikelompokkan menjadi 3 bagian berikut ini:

Hasil Pengujian Kandungan Informasi Pengumuman Dividen Meningkatkan

Tabel 2 di bawah ini menyajikan hasil pengujian hipotesis 1, yaitu pengujian tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat. Pengujian tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat dilakukan uji beda satu sisi sebelah kanan.

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa investor merespon secara positif signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat pada hari setelah pengumuman, yaitu pada hari ketiga dan keempat setelah pengumuman atau t+3 dan t+4. Pada hari-hari sebelum dan pada saat pengumuman dividen meningkat, investor belum menunjukkan reaksi. Oleh karena itu berdasarkan data penelitian ini, terjadi keterlambatan investor dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Sehingga bisa disimpulkan bahwa pengumuman dividen meningkat di Indonesia berdasarkan data tersebut mempunyai kandungan informasi yang signifikan.

Tabel 2: Hasil Pengujian Hipotesis 1 (Untuk Sub Sampel 1 atau Semua Sampel Penelitian)

Hari	Rata-Rata Abnormal Return	t-hitung	Sig (one-tailed)
T-5	1,88E-03	0,517	0,303
T-4	4,80E-03	1,070	0,144
T-3	2,92E-03	0,866	0,1945
T-2	-2,0E-03	-0,566	0,2865
T-1	2,17E-03	0,546	0,293
T0	9,75E-04	0,276	0,3915
T+1	3,54E-03	0,919	0,1805
T+2	8,42E-03	0,287	0,3875
T+3	6,47E-03	1,725*	0,044
T+4	6,46E-03	1,744*	0,0425
T+5	4,48E-03	1,290	0,1005
CAR11	3,26E-02	2,530**	0,0065

* signifikan pada 5%

** signifikan pada 1%

Pada hari ketiga setelah pengumuman, investor memperoleh abnormal return sebesar 0,00647, sedangkan pada hari keempat setelah pengumuman, investor memperoleh abnormal return sebesar 0,00646. Demikian juga secara kumulatif selama 11 hari pada periode peristiwa, investor juga akan memperoleh abnormal return positif signifikan sebesar 0,0326.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi Sujoko (1999), Suparmono (2000) serta Setiawan dan Hartono (2000). Perbedaanannya adalah Sujoko (1999) dan Suparmono (2000) menunjukkan terdapat kebocoran informasi dan reaksi yang berkepanjangan, sehingga pasar bereaksi signifikan pada hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Setiawan dan Hartono (2000) menunjukkan bahwa pasar bereaksi hanya pada hari pengumuman dividen, sehingga tidak ada kebocoran informasi dan reaksi pasar yang berkepanjangan. Sedangkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi hanya setelah pengumuman dividen. Meskipun demikian semua penelitian tersebut memberikan hasil yang konsisten

tentang adanya kandungan informasi pengumuman dividen, khususnya pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Jakarta.

Hasil Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar Pada Pengumuman Dividen Meningkat

Tabel 3 dan Tabel 4 menyajikan hasil uji hipotesis 2 dan 3, yaitu pengujian tentang ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat atau pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan. Pengujian ketepatan reaksi pasar dibagi menjadi 2, yaitu: pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Untuk mengklasifikasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh digunakan variabel IOS yaitu perbandingan antara nilai pasar dengan nilai buku saham (atau rasio MVE/BE). Perusahaan dikategorikan bertumbuh, jika $MVE/BE \geq 1$ dan dikategorikan tidak bertumbuh, jika $MVE/BE < 1$.

Tabel 3: Hasil Pengujian Hipotesis 2
(Untuk Sub Sampel 2 atau Perusahaan Bertumbuh)

Hari	Rata-Rata Abnormal Return	t-hitung	Sig (one-tailed)
T-5	-2,0E-03	-0,380	0,353
T-4	7,11E-03	1,083	0,1425
T-3	4,05E-03	0,779	0,2205
T-2	2,10E-03	0,411	0,3415
T-1	5,99E-03	1,213	0,116
T0	7,35E-03	1,718*	0,047
T+1	8,10E-03	2,198*	0,017
T+2	-1,7E-03	-0,475	0,3185
T+3	8,86E-03	1,935*	0,030
T+4	-3,1E-03	-0,851	0,200
T+5	6,37E-03	1,240	0,111
CAR11	4,31E-02	2,798**	0,004

* signifikan pada 5%

** signifikan pada 1%

Tabel 4: Hasil Pengujian Hipotesis 3
(Untuk Sub Sampel 3 atau Perusahaan Tidak Bertumbuh)

Hari	Rata-Rata Abnormal Return	t-hitung	Sig (one-tailed)
T-5	5,74E-03	1,141	0,1305
T-4	2,49E-03	0,403	0,3445
T-3	1,79E-03	0,412	0,3415
T-2	-6,1E-03	-1,265	0,1065
T-1	-1,6E-03	-0,265	0,3965
T0	-5,4E-03	-0,983	0,166
T+1	-1,0E-03	-0,150	0,441
T+2	3,43E-03	0,751	0,2285
T+3	4,09E-03	0,683	0,2495
T+4	1,61E-02	2,626*	0,006
T+5	2,58E-03	0,548	0,2935
CAR11	2,20E-02	1,293	0,1465

* signifikan pada 5%

Berdasarkan penghitungan nilai rasio MVE/BE, dari 80 perusahaan (sub sampel 1), 40 perusahaan diantaranya termasuk dalam kategori bertumbuh dan 40 perusahaan tidak bertumbuh. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat secara keputusan apabila investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa reaksi pasar dari t-5 sampai dengan t-1 tidak signifikan. Reaksi pasar yang signifikan positif terjadi pada hari peristiwa (t0), pada hari pertama setelah pengumuman dividen (t+1) dan hari ketiga setelah pengumuman dividen (t+3).

Rata-rata abnormal return yang dinikmati oleh investor pada t0 adalah 0,00735, pada hari t+1 sebesar 0,00810 dan pada hari t+3 sebesar 0,00886. Demikian juga secara kumulatif selama periode peristiwa (t-5 sampai t+5) secara rata-rata investor juga memperoleh abnormal return positif signifikan sebesar 0,0431.

Dari analisis di atas, menunjukkan bahwa pengumuman dividen yang diberikan

oleh perusahaan yang bertumbuh direaksi oleh investor dengan arah yang benar, yaitu positif. Hal ini sesuai dengan harapan bahwa investor akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan perusahaan bertumbuh, karena investor menganggap sinyal yang diberikan oleh manajemen merupakan sinyal yang valid. Atau dengan kata lain, manajer memberikan sinyal yang jujur sesuai dengan keadaan perusahaan. Pasar juga menganggap perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik, akan terus berkembang di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini konsisten dengan Setiawan dan Hartono (2002) yang menyatakan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa reaksi pasar dari t-5 sampai dengan t+3 tidak signifikan. Pasar bereaksi positif signifikan pada hari keempat setelah pengumuman (t+4) dengan rata-abnormal return sebesar 0,0161. Sebenarnya selama 4 hari, yaitu mulai t-2 sampai t+1, pasar bereaksi negatif dengan rata-rata abnormal return masing-masing sebesar -0,0061, -0,0016, -0,0054 dan -0,001. Namun reaksi negatif selama 4 hari tersebut tidak signifikan.

Dari analisis di atas, menunjukkan bahwa pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi bagi investor. Akan tetapi arah reaksinya positif sehingga berlawanan dengan prediksi semula yang memperkirakan pasar akan bereaksi negatif. Reaksi pasar ini tidak tepat, karena investor tidak canggih dalam menyikapi sinyal yang diberikan oleh manajemen. Artinya investor menggunakan informasi pengumuman pembayaran dividen tanpa memperhatikan kemampuan perusahaan tersebut untuk bertumbuh dan berkembang di masa yang akan datang.

Berdasarkan kedua pengujian di atas, hasil penelitian ini konsisten dengan Setiawan dan Hartono yang menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat, baik yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh maupun tidak bertumbuh. Hal ini mengindikasikan bahwa investor masih *naïve* dan dibodohi oleh perusahaan, sehingga tidak mampu membedakan antara sinyal yang valid (berasal dari perusahaan bertumbuh) dan sinyal yang tidak valid (berasal dari perusahaan tidak bertumbuh). Atau dengan kata lain, investor menganggap semua informasi mengenai pembayaran dividen yang mengalami peningkatan mempunyai nilai ekonomis, investor tidak menganalisis terlebih dahulu prospek perusahaan yang mengumumkan dividen tersebut. Oleh karena itu berdasarkan hasil penelitian ini bisa disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta periode 2000 sampai 2002 belum efisien setengah kuat secara keputusan.

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

Tabel 5 dan Tabel 6 berikut menyajikan hasil uji hipotesis 4 dan 5, yaitu peng-

ujian tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. 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: pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan iinstitusional tinggi dan pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan iinstitusional 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%. Berdasarkan kriteria tersebut, maka dari sub sampel 3 (sub sampel perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat) yang berjumlah 40 perusahaan dipisahkan menjadi 37 perusahaan yang mempunyai level kepemilikan iinstitusional tinggi dan 3 perusahaan yang mempunyai level kepemilikan iinstitusional rendah.

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

Oleh karena jumlah sampel untuk perusahaan tidak bertumbuh yang meng-

umumkan dividen meningkat dengan level kepemilikan institusional tinggi (sub sampel 4) terdiri dari 37 perusahaan atau jumlah sampel melebihi 30, sehingga diasumsikan data berdistribusi normal, maka seperti pada pengujian hipotesis 1, 2 dan 3 yang telah dilakukan, pengujian hipotesis 4 juga dilakukan dengan menggunakan uji beda rata-rata parametrik, yaitu *one sample t-test*.

Tabel 5: Hasil Pengujian Hipotesis 4
(Untuk Sub Sampel 4 atau Perusahaan Tidak Bertumbuh dengan Level Kepemilikan Institusional Tinggi)

Hari	Rata-Rata Abnormal Return	t-hitung	Sig (one-tailed)
T-5	6,42E-03	1,196	0,1195
T-4	4,07E-03	0,620	0,2695
T-3	1,57E-03	0,335	0,3695
T-2	-4,1E-03	-0,821	0,2085
T-1	-2,0E-03	-0,306	0,381
T0	-6,7E-03	-1,133	0,1325
T+1	-3,8E-04	-0,052	0,4795
T+2	5,43E-03	1,156	0,1275
T+3	4,64E-03	0,730	0,235
T+4	1,60E-02	2,488*	0,009
T+5	3,11E-03	0,614	0,2715
CAR11	2,80E-02	1,277	0,105

*signifikan pada 5%

Tabel 6: Hasil Pengujian Hipotesis 5
(Untuk Sub Sampel 5 atau Perusahaan Tidak Bertumbuh dengan Level Kepemilikan Institusional Rendah)

Hari	Median Abnormal Return	Succes (s)	p-value
T-5	-2,6E-03	1	0,969
T-4	-1,7E-02	1	0,969
T-3	4,56E-03	1	0,969
T-2	-3,0E-02	0	0,969
T-1	3,30E-03	1	0,969
T0	1,02E-02	2	0,812
T+1	-8,8E-03	0	0,969
T+2	-2,1E-02	1	0,969
T+3	-2,8E-03	2	0,812
T+4	1,72E-02	1	0,969
T+5	-3,9E-03	1	0,969
CAR11	-5,1E-02	1	0,969

Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat bahwa reaksi pasar dari t-5 sampai dengan t+3 tidak signifikan. Pasar bereaksi positif signifikan pada hari keempat setelah pengumuman (t+4) dengan rata-rata abnormal return sebesar 0,0160. Sebenarnya selama 4 hari, yaitu mulai t-2 sampai t+1 pasar bereaksi negatif dengan rata-rata abnormal return masing-masing sebesar -0,0041, -0,002, -0,0067 dan -0,0038. Namun reaksi negatif selama 4 hari tersebut tidak signifikan.

Dari analisis di atas, menunjukkan bahwa pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi (sub sampel 4), pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi bagi investor. Akan tetapi arah reaksinya berlawanan dengan prediksi semula yang memperkirakan pasar akan bereaksi secara tepat, yaitu reaksi negatif, karena diprediksikan bahwa sebagian besar investor yang melakukan perdagangan dalam sub sampel perusahaan ini merupakan investor canggih. 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.

Jumlah sampel untuk perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat dengan level kepemilikan institusional rendah (sub sampel 5) hanya terdiri dari 3 perusahaan atau jumlah sampel kurang dari 30. Oleh karena itu pengujian hipotesis 5 tidak bisa dilakukan seperti halnya pengujian hipotesis 1, 2 dan 3 yang menggunakan uji beda rata-rata parametrik, yaitu *one sample t-test*, tetapi menggunakan uji beda non parametrik, yaitu *the sign test*. *The sign test* merupakan suatu prosedur nonparametrik yang relatif sederhana untuk menguji hipotesis tentang *central tendency* dari suatu distribusi probabilitas tidak

normal. *The sign test* memberikan inferensi tentang populasi median, bukan populasi mean. Dengan menggunakan tabel *Binomial Probabilities*, maka hasil pengujian hipotesis 5 dapat dilihat pada Tabel 6 di atas.

Berdasarkan Tabel 6 di atas, dapat dilihat bahwa semua nilai p-value lebih besar dari 0,05. Nilai median abnormal return positif terjadi pada t-3, t-1, t0 dan t+, akan tetapi secara statistik tidak ada yang signifikan. Artinya selama periode 5 hari sebelum sampai dengan 5 hari sesudah pengumuman dividen, tidak ada reaksi investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Berdasarkan analisis di atas, maka bisa disimpulkan bahwa dugaan pada perusahaan dengan level kepemilikan investor rendah, maka investor akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh tidak didukung oleh bukti.

Berdasarkan Tabel 5 dan 6 di atas, maka bisa disimpulkan bahwa tidak ada pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Pada sub sampel perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi, respon yang diberikan oleh investor adalah positif sehingga berlawanan dengan yang diprediksikan. Sementara pada sub sampel perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah, investor tidak merespon pengumuman dividen meningkat. Tidak terbuktinya hipotesis yang telah dirumuskan kemungkinan dikarenakan sampel penelitian yang terlalu kecil, terutama pada sub sampel 5. Kemungkinan lain adalah kurang tepatnya penggunaan rasio MVE/BE sebagai proksi investment opportunity set (IOS).

SIMPULAN DAN SARAN

Pada bagian ini disajikan kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian berikutnya.

Simpulan

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini terdiri dari 5 hipotesis. Hipotesis 1 tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat, hipotesis 2 dan 3 tentang ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat dan hipotesis 4 dan 5 tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Berdasarkan hasil analisis data, maka bisa disimpulkan sebagai berikut

1. Hasil pengujian tentang kandungan informasi menunjukkan adanya respon positif pasar terhadap pengumuman dividen meningkat pada seluruh sampel. Respon positif tersebut terjadi pada hari ketiga dan keempat setelah pengumuman. Hasil ini mengindikasikan bahwa pengumuman dividen meningkat di Indonesia mempunyai kandungan informasi positif.
2. Hasil pengujian tentang ketepatan reaksi pasar menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh. Investor di Indonesia menganggap semua informasi kenaikan dividen mempunyai nilai ekonomis, investor tidak menganalisis terlebih dahulu apakah sinyal tersebut valid atau tidak, sehingga reaksi investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh menjadi tidak tepat. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia khususnya periode 2000-2002 belum efisien setengah kuat secara keputusan.
3. Hasil pengujian tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat menunjukkan bahwa pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan

institusional tinggi, pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh direspon secara positif oleh investor. Sedangkan pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah menunjukkan bahwa tidak ada reaksi investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Oleh karena itu penelitian ini tidak cukup bukti untuk menyimpulkan adanya pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat di Indonesia.

Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Berikutnya

Hasil penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan. **Pertama**, sampel penelitian sangat kecil karena hanya terdiri dari tiga tahun pengamatan, yaitu tahun 2000-2002. Untuk mengatasi masalah sampel tersebut disarankan penelitian berikutnya untuk memperluas periode pengamatan. **Kedua**, penggunaan rasio individual yaitu rasio MVE/BE sebagai variabel pengukur IOS kemungkinan kurang tepat. Oleh karena itu disarankan penelitian berikutnya bisa menggunakan variabel instrumental (VIOS) dan skor faktor yang mempunyai nilai rata-rata yang lebih baik dibandingkan dengan rasio individual. Selain dua saran tersebut, penelitian selanjutnya juga dapat melakukan pengujian terhadap pengaruh ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman merger dan akuisisi, karena pengumuman merger dan akuisisi merupakan informasi yang memerlukan analisis terlebih dahulu seperti halnya pengumuman dividen meningkat. Agar Investor bisa merespon secara tepat, maka perlu dilakukan analisis apakah merger dan akuisi tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan atau justru akan menurunkan nilai perusahaan.

REFERENSI

- 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.
- Brickley, James A. (1983). "Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend". *Journal of Financial Economics* 12: 187-209.
- Brooks, Raymond M. (1996). "Changes in Asymmetric Information Earnings and Dividend Announcements". *Journal of Business, Finance dan Accounting* 23 (April): 359-378.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo dan Douglas J. Skinner. (1992). "Dividend and Losse". *The Journal of Finance* 47 (December): 1837-1863.
- El-Gazzar, S. M. (1998). "Prediclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-Sectional Examination of Market Revaluations During Earnings Announcement Periods". *The Accounting Review* 73: 119-129.
- 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.
- Gelb, David S. (1999). "Corporate Signalling with Dividend, Stock Repurchase, and Accounting Disclosure: An Empirical Study". *Journal of Accounting, Auditing dan Finance*: 99-120.
- Gonedes, Nicholas J. (1978). "Corporate Signalling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividend, Income, and Extraordinary Items". *Journal of Accounting Research* 16 (Spring): 26-79.
- Hand, J. R. M. (1990). "A Test of The Extended Functional Fixation Hypothesis". *The accounting Review* 65: 740-763.
- Hartono, Jogiyanto. (1999). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi pertama. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Lintner, John. (1996). "Distribution of Income of Corporations Among Dividen, Retained Earning, and Taxes". *The American Economic Review* 46: 97-118.
- Miller, Merton H., dan Kevin Rock. (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information". *The Journal of Finance* 40 (September): 893-906.
- Marfuah. (2001). "Kemahiran Investor dan Pola Return Saham Setelah Pengumuman Laba: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ". *Jurnal Wahana*.
- Mayer, M. (1988). *Market*. New York, NY: W. W. Norton.
- Petit, Richardson R. (1972). "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency". *The Journal of Finance* 27 (December): 993-1007.
- Setiawan, Doddy dan Hartono, Jogiyanto. (2002). "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman

- Dividen Meningkatkan”. *Simposium Nasional Akuntansi 5*. Ikatan Akuntan Indonesia. Semarang: 334-347.
- Shiller, R. J., Pound. (1989). “Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information Among Investors”. *Journal of Economics Behavior and Organizations* (August):44-66.
- 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.
- Utama, S., dan W. M. Cready. (1997). “Institutional Ownership, Differential Predisclosure Precision and Trading Volume Announcements Dates”. *Journal of Accounting and Economics* 24: 129-150.
- Walther, B. (1997). “Investor Sophistication and Market Earnings Expectations”. *Journal of Accounting Research* 35: 157-192.
- Weston Fred, J., dan Copeland Thomas, E. (1986). *Managerial Finance*. Tokyo: CBS. Publishing, Japan Ltd.
- Yunker, J. A., dan T. L. Krehbiel. (1988). “Investment Analysis By The Individual Investor”. *Quarterly Review of Economics and Business* (Winter): 90-101.