

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Sampel Penelitian

Obyek yang diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan (emiten) yang *listed* di BEI pada tahun 2007 dan melakukan pengumuman deviden. Karakteristik yang akan diteliti dari obyek penelitian adalah *return* yang diukur melalui *cumulative abnormal return*, volume perdagangan saham yang diukur melalui *cumulative abnormal volume*, dan frekuensi perdagangan saham yang diukur melalui *cumulative frequency* selama periode observasi 21 hari. Ketiga variabel tersebut nantinya akan menjadi variabel penelitian untuk mengukur reaksi investor selama periode observasi di sekitar tanggal ex-deviden.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan di BEI yang melakukan pengumuman deviden. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* selama periode 2007. Jumlah sampel yang memenuhi kriteria pemilihan sampel adalah sebanyak 88 emiten yang melakukan pengumuman deviden tunai pada tahun 2007. Pengamatan akan dilakukan terhadap pengumuman deviden baik pengumuman deviden interim ataupun pengumuman deviden final. Total observasi adalah sebanyak 102 pengumuman deviden karena terdapat sebagian perusahaan yang mengumumkan deviden sebanyak dua kali dalam satu tahun. Pemilihan sampel berdasarkan kriteria pemilihan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1. Pemilihan Sampel Penelitian

Deskripsi	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang melakukan pengumuman deviden tunai pada tahun 2007	132
Saham perusahaan yang termasuk dalam saham 'tidur'	34
Perusahaan yang terlibat dalam <i>corporate action</i>	10
Sampel penelitian	88
Total Observasi	102

Sumber: Hasil Olahan Penulis

Obyek penelitian tersebut telah mewakili sembilan sektor industri yang ada di BEI. Pada Tabel 4.2. terdapat distribusi sektor industri dari sampel penelitian dan untuk kalsifikasi sampel penelitian berdasarkan sektor industri dapat dilihat pada Lampiran 1.

Tabel 4.2. Distribusi Sampel Berdasarkan Industri

Sektor	Jumlah Perusahaan	%
Pertanian	4	4,55
Keuangan	23	26,14
Perdagangan dan pelayanan	16	18,18
Industri dasar dan kimia	4	4,55
Pertambangan	6	6,82
Infrastruktur	9	10,23
Barang konsumsi	12	13,64
Aneka industri	9	10,23
Konstruksi	5	5,68
Total	88	100

Sumber: Hasil Olahan Penulis

4.2. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif merupakan teknik analisis data yang digunakan untuk memberikan gambaran tentang karakteristik sampel. Karakteristik sampel yang dijabarkan berupa *cumulative abnormal return*, *cumulative abnormal volume*, *cumulative frequency*, *dividend per share*, *return on assets*, *size*, dan risiko atau *beta* perusahaan. Untuk menghilangkan *outliers* dari data variabel maka dilakukan *winsorize*, dimana untuk setiap *outliers* yang ada pada masing-masing variabel digantikan dengan nilai yang didapatkan dari perhitungan dengan rumus = ($Mean \pm (3 \times \text{Standar deviasi})$). Cara perhitungan *winsorize* tersebut didapatkan dari disertasi Hermawan (2009). Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai nilai maksimum, minimum, rata-rata, dan standar deviasi untuk setiap variabel selama periode observasi. Statistik deskriptif untuk penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.3. Statistik Deskriptif Data Regresi Berganda

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	-.51700	.44208	-.0403759	.14486043
CAV	-.12869	.40810	-.0354552	.09604144
CF	1.000.000	2.481.449.554	4,76E+10	5,85E+11
DPS	.67000	3278.55848	142.61407	4,93E+10
ROA	.00540	.65895	.13492	1.555.935.264
SIZE	3,01E+15	2,20E+19	1,81E+20	3,64E+21
BETA	-.04637	1.772	.8992414	.31515141

Jumlah observasi : 102, dengan melakukan *winsorize* untuk *outlier* yang ditetapkan berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

CAR = *cumulative daily abnormal market-adjusted return* selama 21 hari periode observasi, CAV = *cumulative daily abnormal market-adjusted volume* selama 21 hari, CF = *cumulative daily frequency* selama 21 hari, DPS = nilai nominal deviden per lembar saham yang dibagikan perusahaan, ROA = nilai *net income* dibagi dengan *total assets* perusahaan, SIZE = nilai pasar ekuitas perusahaan, BETA = nilai *beta* perusahaan selama periode satu tahun.

Sumber: Hasil Olahan Penulis

Dari tabel di atas, diperoleh nilai rata-rata dari *cumulative abnormal return* adalah sebesar -0.040376 dan nilai rata-rata dari *cumulative abnormal volume* adalah sebesar -0.03546. Selama periode penelitian yaitu tahun 2007 menurut data BEI merupakan tahun yang menggembirakan karena terjadi peningkatan yang signifikan aktivitas transaksi, pergerakan indeks, ataupun minat investor asing untuk berinvestasi dalam pasar modal Indonesia. Harga-harga saham umumnya meningkat dan memungkinkan untuk mendapatkan *return* yang positif. Namun selama periode observasi nilai rata-rata dari *cumulative abnormal return* dan *cumulative abnormal volume* bernilai negatif dapat disebabkan oleh pengaruh ex-deviden di sekitar periode observasi yang mengakibatkan harga saham turun dan *cumulative abnormal return* menjadi negatif. Sedangkan untuk *cumulative frequency* yang mencerminkan aktivitas perdagangan, mempunyai nilai rata-rata selama periode observasi adalah sebesar 4755.

Untuk variabel independen, nilai rata-rata dari *dividend per share* selama periode observasi adalah sebesar Rp. 142, dimana lebih banyak perusahaan yang mengumumkan kenaikan deviden dibandingkan penurunan deviden ataupun deviden tetap. Nilai maksimum dari DPS merupakan nilai deviden yang dibagikan oleh INCO. Pada tahun 2007 terjadi kenaikan harga nikel dunia yang membuat kinerja INCO pada 2007 menjadi sangat fantastis sehingga deviden yang

dibagikan juga tinggi. Nilai rata-rata dari ROA selama periode observasi adalah sebesar 13.492%. nilai dari ROA tersebut mempengaruhi besarnya deviden. Umumnya semakin besar ROA maka semakin positif deviden yang dibagikan. Nilai rata-rata dari *size* perusahaan adalah sebesar Rp. 18.059.958.000.000. Nilai kapitalisasi pasar untuk tahun 2007 cenderung meningkat disebabkan oleh bergabungnya Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya menjadi Bursa Efek Indonesia. Sedangkan untuk nilai rata-rata dari *beta* perusahaan yang menjadi sampel penelitian masih di bawah risiko pasar yaitu sebesar 0.89924.

4.3. Analisis Korelasi Antar Variabel

Tabel 4.4. Korelasi *Pearson* Antar Variabel

	CAR	CAV	CF	DPS	ROA	SIZE	BETA
CAR	1			0.009 (0.463)	.142* (0.078)	.265*** (0.004)	.247*** (0.006)
CAV		1		-.115 (0.125)	-.063 (0.264)	-.174** (0.04)	.336*** 0
CF			1	.157* (0.058)	.241*** (0.007)	.476*** 0	.454*** 0
DPS	.009 (0.463)	-.115 (0.125)	.157 (0.058)	1	.550*** 0	.244*** (0.007)	.171** (0.043)
ROA	.142* (0.078)	-.063 (0.264)	.241*** (0.007)	.550*** 0	1	.315*** (0.001)	.171** (0.043)
SIZE	.265*** (0.004)	-.174** (0.04)	.476*** 0	.244*** (0.007)	.315*** (0.001)	1	.329***
BETA	.247*** (0.006)	.336*** 0	.454*** 0	.171** (0.043)	.171** (0.043)	.329*** 0	1

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*one-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

Hubungan antar setiap variabel dapat dilihat dari hasil uji korelasi *Pearson* pada Tabel 4.4. Nilai korelasi berkisar diantara 0 hingga 1. Nilai 0 berarti tidak ada korelasi sama sekali, sedangkan nilai 1 berarti terjadi korelasi yang sempurna. Umumnya jika terdapat angka korelasi yang bernilai > 0.5 maka berarti korelasi antar variabel cukup kuat. Namun apabila angka korelasi < 0.5 menunjukkan adanya korelasi yang lemah. Korelasi atau hubungan yang bernilai positif menunjukkan adanya hubungan searah antar variabel, sedangkan korelasi yang bernilai negatif menunjukkan adanya hubungan yang berlawanan arah. Korelasi antar variabel dependen dan independen diharapkan bernilai tinggi, sedangkan korelasi antar variabel independen diharapkan bernilai rendah agar terhindar dari permasalahan multikolinieritas.

Pada tabel di atas terdapat angka korelasi antara variabel dependen CAR, CAV, dan CF dengan variabel independen DPS, ROA, SIZE, dan BETA bernilai < 0.5 sehingga dapat disimpulkan mempunyai korelasi yang lemah. Terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara variabel CAR dengan setiap variabel independen, kecuali dengan variabel DPS hubungannya positif namun tidak signifikan. Untuk variabel dependen CAV, terdapat hubungan yang negatif dan signifikan dengan SIZE, serta positif dan signifikan dengan BETA, tetapi hubungannya dengan DPS dan ROA adalah negatif dan tidak signifikan. Sedangkan untuk variabel CF mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan setiap variabel independen.

Hubungan di antara variabel independen dengan independen semua bernilai positif dan signifikan. Hal ini dapat menyebabkan permasalahan multikolinieritas. Oleh sebab itu akan dilakukan uji multikolinieritas untuk setiap persamaan model regresi berganda. Korelasi antara setiap variabel independen bernilai < 0.5 kecuali untuk variabel DPS dan ROA mempunyai korelasi > 0.5 dengan nilai 0.55 sehingga dapat disimpulkan DPS dan ROA mempunyai korelasi yang cukup kuat. Hal tersebut disebabkan oleh *dividend per share* berasal dari *net income* atau *return* perusahaan. *Net income* tersebut juga digunakan dalam perhitungan ROA sebagai nilai *return*, faktor pembagi total *assets* sehingga antara variabel DPS dan ROA mempunyai suatu korelasi yang cukup kuat, dimana nilai DPS umumnya bergantung kepada nilai ROA.

4.4. Uji Asumsi Klasik

Pada pengujian asumsi klasik akan dilakukan uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, uji *goodness of fit*, dan uji F. Sedangkan untuk uji-t akan masuk ke dalam analisis hasil pengujian hipotesis. Pada penelitian ini uji normalitas tidak dilakukan karena diasumsikan bahwa data sampel penelitian telah terdistribusi normal. Selanjutnya hasil pengujian asumsi klasik akan dibahas untuk setiap variabel dependen.

4.4.1. Pengujian untuk variabel dependen CAR (*Cumulative Abnormal Return*)

Model penelitian pengujian pengaruh pengumuman deviden terhadap variabel return yang diukur melalui *Cumulative Abnormal Return* adalah

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- **Uji Multikolinieritas**

Hasil analisis data menunjukkan bahwa nilai tolerance untuk variabel-variabel yang diteliti mendekati angka 1 dan nilai VIF kurang dari 5, berkisar diantara 1.133 hingga 1.510. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat gejala multikolinieritas pada persamaan regresi untuk model persamaan variabel dependen *cumulative abnormal return*.

- **Uji Heteroskedastisitas**

estat hettest	
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity	
Ho: Constant variance	
Variables: fitted values of car	
chi2(1)	= 1.19
Prob	= 0.2746

Hasil uji *Breusch-Pagan-Godfrey* untuk menguji ada atau tidaknya heteroskedastisitas menunjukkan bahwa nilai *chi-square* > *probability*

(1.19 > 0.2746) sehingga dapat disimpulkan bahwa terima hipotesis yang menyatakan homoskedastisitas atau tidak terdapat heteroskedastisitas

Tabel 4.5. Hasil Pengujian SPSS Untuk Variabel Dependen CAR Dengan Model $CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BETA_{it} + s_{it}$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
		B			
(Constant)		-.530	-2.604**	.011	
DPS	+	-4,07E-02	-1.205	.115	1.452
ROA	+	.115	1.053	.148	1.510
SIZE	-	.014	1.882**	.032	1.220
BETA	+	.085	1.817**	.036	1.133
Adjusted R-Squared	.078				
F Statistics	3.136				
Prob (F-Statistic)	.018 ^a				

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*one-tailed*)

Jumlah observasi : 102, dengan melakukan *winsorize* untuk *outlier* yang ditetapkan berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

CAR = *cumulative daily abnormal market-adjusted return* selama 21 hari periode observasi, CAV = *cumulative daily abnormal market-adjusted volume* selama 21 hari, CF = *cumulative daily frequency* selama 21 hari, DPS = nilai nominal deviden per lembar saham yang dibagikan perusahaan, ROA = nilai *net income* dibagi dengan *total assets* perusahaan, SIZE = nilai pasar ekuitas perusahaan, BETA = nilai *beta* perusahaan selama periode satu tahun.

Sumber: Hasil olahan penulis

- **Uji Goodness of Fit**

Pada Tabel 4.5. dapat dilihat bahwa persamaan regresi cukup baik karena nilai *adjusted R²* sekitar 7.8% yang artinya adalah sebesar 7.8% hubungan variabel dependen yaitu variabel *cumulative abnormal return* dapat diterangkan oleh DPS, ROA, SIZE, dan risiko perusahaan sedangkan sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap variabel *cumulative abnormal return*.

- **Uji F**

Uji F dilakukan untuk menguji koefisien regresi secara keseluruhan atau bersama-sama. Cara pengujian baik dalam regresi sederhana ataupun dalam regresi majemuk sama yaitu dengan menggunakan tabel ANOVA (*Analysis of Variance*). Hasil uji F pada Tabel 4.5. menunjukkan bahwa

secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya sehingga berarti model regresi tersebut dapat dipakai untuk memprediksi CAR.

4.4.2. Analisis Hasil Pengujian Hipotesis Untuk Variabel Dependen CAR

Pada Tabel 4.5. untuk variabel dependen CAR, DPS dan ROA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap CAR. Sedangkan untuk variabel *firm size* dan risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap CAR pada tingkat signifikansi 5%.

4.4.2.1. Pengaruh Variabel Penjelas *Dividend Per Share* terhadap CAR

Variabel penjelas *dividend per share* tidak terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* dalam persamaan regresi CAR. Berdasarkan Tabel 4.5., terlihat bahwa DPS mempunyai koefisien regresi sebesar -0.0407 dan secara statistik terbukti tidak signifikan mempengaruhi CAR. Berdasarkan hasil penelitian ini maka *null hypothesis* untuk hipotesis pertama diterima dan H1a yang menyatakan bahwa pengumuman deviden mempengaruhi *cumulative abnormal return* ditolak. Hasil penelitian Urooj dan Zafar (2008) juga menunjukkan *return* yang negatif namun tidak signifikan pada hari pengumuman deviden. Selain Urooj dan Zafar (2008), Kurniawati (2003) dalam menganalisis pengaruh pengumuman deviden terhadap *abnormal return* juga menyimpulkan bahwa reaksi pasar menunjukkan reaksi yang tidak signifikan. Hal tersebut disebabkan karena para pelaku pasar masih menganggap bahwa pengumuman deviden yang menunjukkan kebijakan deviden perusahaan tersebut sebenarnya tidak mempengaruhi nilai perusahaan sehingga tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Sehingga penelitian Kurniawati (2003) mendukung teori MM yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani pada tahun 1961. Alasan pengumuman deviden tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap harga saham adalah karena dalam pengujian utama ini tidak mempertimbangkan pengaruh dari perubahan deviden yaitu perubahan kenaikan deviden ataupun penurunan deviden. Oleh karena itu dilakukan juga pengujian tambahan yang mempertimbangkan pengaruh pengumuman perubahan deviden terhadap *return*,

volume, dan frekuensi perdagangan saham. Koefisien regresi DPS bernilai negatif berarti semakin besar nilai DPS maka akan memperkecil nilai CAR. Investor bereaksi negatif jika deviden yang dibagikan semakin besar karena berdasarkan *teori signaling*, emiten membagikan deviden dengan nilai yang tinggi untuk memberikan sinyal kepada investor bahwa emiten tersebut tidak akan melakukan ekspansi. Sebaliknya jika emiten membagikan deviden dengan nilai kecil kemudian sisanya menjadi laba ditahan untuk digunakan emiten dalam meningkatkan pertumbuhan usaha ataupun untuk melakukan ekspansi dalam rangka menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi di kemudian hari. Sehingga investor lebih menyukai jika emiten menggunakan laba bersih untuk meningkatkan pertumbuhan usaha yang kemudian dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan menaikkan harga saham.

4.4.2.2. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap CAR

- **Pengaruh *Return On Assets* terhadap CAR**

Variabel kontrol *return on assets* terbukti tidak signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* dalam persamaan regresi CAR. Berdasarkan Tabel 4.5., terlihat bahwa ROA mempunyai koefisien regresi sebesar 0.115 dan secara statistik terbukti tidak signifikan mempengaruhi CAR. Koefisien regresi bernilai positif sesuai dengan yang diharapkan dimana semakin tinggi *return* perusahaan maka dapat meningkatkan *return* saham perusahaan tersebut. *Return on assets* merupakan tingkat pengembalian atau *earnings* yang dihasilkan perusahaan dari *total assets* yang dimiliki perusahaan. Kondisi *return* perusahaan umumnya berdampak nyata terhadap kinerja saham. *Earnings* positif juga memungkinkan perusahaan membagi deviden kepada pemegang sahamnya. Namun perlu diingat bahwa *earnings* perusahaan yang tinggi belum tentu mencerminkan kas yang besar. Pada masa krisis ekonomi, kas perusahaan memiliki nilai yang sangat tinggi sehingga bisa dipahami bahwa timbulnya kesadaran para investor akan *earnings* tinggi belum tentu mencerminkan kondisi yang menguntungkan pada periode berikutnya dan investor tidak menggunakan kandungan informasi dari ROA. Sehingga investor lebih melihat kepada

faktor lain dibandingkan dengan *accounting reports* karena dalam melakukan investasi saham, investor lebih melihat prospek perusahaan berdasarkan informasi lain, bukan berdasarkan laporan keuangan. Selain itu, pada umumnya pengaruh signifikan dari ROA terhadap return saham ditemukan di sekitar pengumuman laba. Sedangkan dalam periode observasi ini yaitu di sekitar tanggal *ex-dividen* ternyata *return* saham tidak dipengaruhi oleh *return on assets* perusahaan. Hal tersebut mendukung pengaruh yang tidak signifikan dari ROA terhadap *abnormal return* saham perusahaan.

- **Pengaruh *Firm Size* terhadap CAR**

Variabel kontrol *firm size* atau ukuran perusahaan terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* dalam persamaan regresi CAR. Berdasarkan Tabel 4.5., terlihat bahwa SIZE mempunyai koefisien regresi sebesar 0.014 dan secara statistik terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 5%. Koefisien SIZE memiliki tanda positif yang berarti semakin tinggi nilai *firm size* maka semakin positif nilai CAR yang terjadi. Anis (2003) telah membuktikan bahwa *size* yang dihitungnya berdasarkan nilai *total market value equity* perusahaan, mempunyai koefisien korelasi dan regresi yang positif. Hal tersebut menunjukkan bahwa *size* perusahaan berhubungan positif dengan *return* saham. Hal tersebut disebabkan oleh faktor mikro dalam pasar saham Indonesia yang mempunyai struktur pasar yang berbeda dengan struktur pasar modal lainnya di luar negeri dan faktor makro lainnya yang berpengaruh terhadap penelitian ini. Dalam pasar saham Indonesia, investor cenderung menyukai saham-saham yang berkapitalisasi besar. Saham-saham berkapitalisasi besar biasa tergolong saham *blue chip*. Ciri-cirinya adalah mempunyai fundamental yang bagus, kinerja yang baik, bergerak dalam bidang industri yang dibutuhkan oleh orang banyak, mampu mencetak profit yang besar, dan secara rutin membagikan *dividen*. Sedangkan saham-saham berkapitalisasi kecil jarang disentuh oleh pemain di bursa. Saham-saham tersebut kebanyakan tidur dibandingkan bergerak. Biasanya saham-saham

yang memiliki kapitalisasi pasar dan fundamental yang bagus yang besar mempunyai tingkat likuiditas tinggi walaupun tidak semua saham mempunyai fundamental bagus, juga mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi. Contohnya adalah HM Sampoerna (HMSP) yang termasuk dalam sampel penelitian, memiliki fundamental yang bagus tapi tidak likuid. Tingkat likuiditas yang tinggi menyebabkan harga saham dapat lebih berfluktuasi dan memungkinkan untuk mendapatkan *return* yang positif.

- **Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap CAR**

Variabel kontrol risiko perusahaan yang disebut dengan *beta* terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* dalam persamaan regresi CAR. Berdasarkan Tabel 4.5., terlihat bahwa risiko perusahaan mempunyai koefisien regresi sebesar 0.085 dan secara statistik terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 5%. Koefisien regresi dari risiko perusahaan memiliki tanda positif sesuai dengan yang diharapkan berarti semakin tinggi nilai risiko perusahaan maka semakin positif nilai CAR yang terjadi. Hasil tersebut mendukung hasil penelitian Eades (1982) telah membuktikan secara empiris bahwa reaksi pasar terhadap perubahan deviden yang tidak diharapkan memiliki fungsi positif dari risiko perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin besar risiko perusahaan, semakin besar pula reaksi pemegang saham. Umumnya jika nilai risiko perusahaan tinggi maka *return* yang diharapkan dapat diterima investor juga akan bernilai tinggi sesuai dengan teori *risk-return trade off*. Oleh karena itu risiko perusahaan dan *abnormal return* mempunyai hubungan yang positif.

4.4.3. Pengujian untuk variabel dependen CAV (*Cumulative Abnormal Volume*)

Model penelitian pengujian pengaruh pengumuman deviden terhadap variabel volume perdagangan yang diukur melalui *Cumulative Abnormal Volume* adalah $CAV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BETA_{it} + a_{it}$.

- **Uji Multikolinieritas**

Hasil analisis data menunjukkan bahwa nilai tolerance untuk variabel-variabel yang diteliti mendekati angka 1 dan nilai VIF kurang dari 5, berkisar diantara 1.133 hingga 1.510. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat gejala multikolinieritas pada persamaan regresi untuk model persamaan variabel dependen *cumulative abnormal volume*.

- **Uji Heteroskedastisitas**

Hasil uji *Breusch-Pagan-Godfrey* untuk menguji ada atau tidaknya heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

estat hettest	
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity	
Ho: Constant variance	
Variables: fitted values of cav	
chi2(1)	= 24.90
Prob	= 0.0000

Nilai *chi-square* > *probability*, (24.90 > 0.0000) sehingga dapat disimpulkan bahwa terima hipotesis yang menyatakan homoskedastisitas atau tidak terdapat heteroskedastisitas.

- **Uji Goodness of Fit (R^2)**

Pada Tabel 4.6. dapat dilihat bahwa persamaan regresi cukup baik karena nilai *adjusted R²* sekitar 18.6% yang artinya adalah sebesar 18.6% hubungan variabel dependen yaitu variabel *cumulative abnormal volume* dapat diterangkan oleh DPS, ROA, SIZE, dan risiko perusahaan sedangkan sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap variabel *cumulative abnormal volume*.

- **Uji F**

Hasil uji F sehubungan dengan variabel dependen CAV dapat dilihat pada Tabel 4.6., hasil tersebut menunjukkan bahwa secara nyata seluruh

variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya sehingga berarti model regresi tersebut dapat dipakai untuk memprediksi CAV.

4.4.4. Analisis Hasil Pengujian Hipotesis Untuk Variabel Dependen CAV

Tabel 4.6. Hasil Pengujian SPSS Untuk Variabel Dependen CAV Dengan Model $CAV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
		B			
(Constant)		.244	1.924*	.057	
DPS	+	-2,63E-02	-1.249	.108	1.452
ROA	+	.017	.255	.400	1.510
SIZE	-	-.014	-3.009***	.002	1.220
BETA	+	.138	4.735***	.000	1.133
Adjusted R-Squared	.186				
F Statistics	6.753				
Prob (F-Statistic)	.000 ^a				

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*one-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

Dari hasil pengujian regresi pada Tabel 4.6. dapat disimpulkan bahwa variabel *firm size* dan risiko perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cumulative abnormal volume*, sedangkan untuk variabel *dividend per share* dan *return on assets* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cumulative abnormal volume*.

4.4.4.1. Pengaruh Variabel Penjelas *Dividend Per Share* terhadap CAV

Variabel penjelas *dividend per share* tidak terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal volume* dalam persamaan regresi CAV. Berdasarkan Tabel 4.6., terlihat bahwa DPS mempunyai koefisien regresi sebesar -0.0263 dan secara statistik tidak terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hasil penelitian ini maka null hypothesis untuk hipotesis kedua dapat diterima dan H2a yang menyatakan bahwa pengumuman deviden mempengaruhi *cumulative abnormal volume* ditolak. Sehingga dapat

disimpulkan bahwa kandungan informasi dalam pengumuman deviden tidak berpengaruh kepada keputusan investor untuk berinvestasi pada sekitar periode observasi sehingga pengumuman deviden tidak mempengaruhi volume perdagangan saham pada sekitar tanggal ex-deviden. Hal tersebut mungkin dikarenakan data yang digunakan selama periode observasi tersebut tidak dapat menangkap *surprise factors* dari pengumuman deviden sehingga pengaruh pengumuman deviden terhadap volume perdagangan menjadi tidak signifikan.

4.4.4.2. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap CAV

- **Pengaruh *Return On Assets* terhadap CAV**

Variabel kontrol *return on assets* tidak terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* dalam persamaan regresi CAV. Berdasarkan Tabel 4.6., terlihat bahwa ROA mempunyai koefisien regresi positif sesuai dengan yang diharapkan dan bernilai 0.017 serta secara statistik terbukti tidak signifikan mempengaruhi CAV. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ROA tidak memiliki kandungan informasi yang dibutuhkan investor untuk mengambil keputusan mengenai pembelian atau penjualan suatu saham pada sekitar periode observasi sehingga ROA tidak mempengaruhi *cumulative abnormal volume*.

- **Pengaruh *Firm Size* terhadap CAV**

Variabel kontrol *firm size* atau ukuran perusahaan terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal volume* dalam persamaan regresi CAV. Berdasarkan Tabel 4.6., terlihat bahwa SIZE mempunyai koefisien regresi sebesar - 0.014 dan secara statistik terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 1%. Koefisien SIZE memiliki tanda negatif sesuai dengan yang diharapkan yang berarti semakin tinggi nilai *firm size* maka semakin negatif nilai CAV yang terjadi. Hasil ini mendukung pernyataan Suparmono (1998) dalam jurnal Anis (2003), yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* kecil akan menghasilkan respon yang positif. Choi dan Chen (1997) dalam jurnal tersebut juga menyatakan hasil yang sesuai dengan hasil penelitian ini yaitu pengumuman deviden akan

lebih informatif bagi perusahaan kecil karena hanya relatif sedikit informasi yang dihasilkan selama periode *non-announcement*. Perusahaan berskala kecil umumnya mempunyai informasi publik yang lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan berskala besar sehingga jika dihubungkan dengan *financial behaviour*, investor akan berusaha untuk mencari informasi-informasi yang terkait dengan perusahaan berskala kecil seperti pengumuman *earnings* atau pengumuman deviden yang kemudian setelah mendapatkan informasi tersebut akan meningkatkan kepercayaan investor dan menciptakan tingkat volume perdagangan yang tinggi.

- **Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap CAV**

Variabel kontrol risiko perusahaan yang disebut dengan *beta* terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* dalam persamaan regresi CAR. Berdasarkan Tabel 4.6., terlihat bahwa *beta* mempunyai koefisien regresi sebesar 0.138 dan secara statistik terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 1%. Koefisien regresi dari risiko perusahaan memiliki tanda positif sama seperti tanda koefisien regresi untuk persamaan model CAR, yang berarti semakin tinggi nilai risiko perusahaan maka semakin positif nilai CAV yang terjadi. Hal tersebut sejalan dengan pengaruh risiko perusahaan terhadap CAR. Jika risiko perusahaan semakin besar maka akan memungkinkan *return* perusahaan semakin besar sehingga akan memicu transaksi perdagangan saham yang dapat dilihat dari volume perdagangan yang meningkat.

4.4.5. Pengujian untuk variabel dependen CF (*Cumulative Frequency*)

Model penelitian pengujian pengaruh pengumuman deviden terhadap variabel frekuensi perdagangan yang diukur melalui *Cumulative Frequency* adalah

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.$$

- **Uji Multikolinieritas**

Hasil analisis data menunjukkan bahwa nilai tolerance untuk variabel-variabel yang diteliti mendekati angka 1 dan nilai VIF kurang dari 5, berkisar diantara 1.133 hingga 1.510. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat gejala multikolinieritas pada persamaan regresi untuk model persamaan variabel dependen *cumulative frequency*.

- **Uji Heteroskedastisitas**

Hasil uji *Breusch-Pagan-Godfrey* untuk menguji ada atau tidaknya heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

estat hetttest	
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity	
Ho: Constant variance	
Variables: fitted values of cf	
chi2(1)	= 23.96
Prob	= 0.0000

Nilai *chi-square* > *probability*, (23.96 > 0.0000) sehingga dapat disimpulkan bahwa terima hipotesis yang menyatakan homoskedastisitas atau tidak terdapat heteroskedastisitas.

- **Uji Goodness of Fit (R^2)**

Pada Tabel 4.7. dapat dilihat bahwa persamaan regresi cukup baik karena nilai *adjusted R²* sekitar 30.5% yang artinya adalah sebesar 30.5% hubungan variabel dependen yaitu variabel *cumulative frequency* dapat diterangkan oleh DPS, ROA, *firm size*, dan risiko perusahaan sedangkan sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap variabel *cumulative frequency*.

-

- **Uji F**

Hasil uji F pada Tabel 4.7. menunjukkan bahwa secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya sehingga berarti model regresi tersebut dapat dipakai untuk memprediksi CF.

Tabel 4.7. Hasil Pengujian SPSS Untuk Variabel Dependen CF Dengan Model $CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + s_{i,t}$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
		B			
(Constant)		-29.643.910	-4.150***	.000	
DPS	+	-.434	-.366	.358	1.452
ROA	+	3581.098	.934	.177	1.510
SIZE	-	987.889	3.782***	.000	1.220
BETA	+	6.127.464	3.736***	.000	1.133
Adjusted R-Squared	.305				
F Statistics	12.056				
Prob (F-Statistic)	.000 ^a				

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*one-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

4.4.6. Analisis Hasil Pengujian Hipotesis Untuk Variabel Dependen CF

Dari hasil regresi pada Tabel 4.7. dapat disimpulkan bahwa semua variabel kontrol yaitu *firm size* dan risiko perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cumulative frequency*, sedangkan untuk variabel penjelas yaitu DPS dan variabel kontrol *return on assets* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cumulative frequency*.

4.4.6.1. Pengaruh Variabel Penjelas *Dividend Per Share* terhadap CF

Variabel penjelas *dividend per share* terbukti tidak signifikan mempengaruhi *cumulative frequency* dalam persamaan regresi CF. Berdasarkan Tabel 4.7., terlihat bahwa DPS mempunyai koefisien regresi sebesar -0.434 dan secara statistik terbukti pengaruhnya terhadap CF tidak signifikan. Berdasarkan

hasil penelitian ini maka *null hypothesis* untuk hipotesis ketiga diterima dan H3a yang menyatakan bahwa pengumuman deviden mempengaruhi *cumulative frequency* ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada penelitian ini, pengumuman deviden tidak mempengaruhi *cumulative frequency* karena kandungan informasi dalam pengumuman deviden tidak berpengaruh kepada keputusan investor untuk berinvestasi pada sekitar periode observasi sehingga pengumuman deviden tidak mempengaruhi likuiditas ataupun aktivitas perdagangan pada sekitar tanggal ex-deviden.

4.4.6.2. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap CF

- **Pengaruh *Return On Assets* terhadap CF**

Variabel kontrol *return on assets* terbukti tidak signifikan mempengaruhi *cumulative frequency* dalam persamaan regresi CF. Berdasarkan Tabel 4.7., terlihat bahwa ROA mempunyai koefisien regresi bernilai positif dan secara statistik tidak terbukti signifikan dalam uji-t. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ROA tidak memiliki kandungan informasi yang digunakan investor untuk mengambil keputusan mengenai pembelian atau penjualan suatu saham pada sekitar periode observasi sehingga ROA tidak mempengaruhi aktivitas perdagangan saham.

- **Pengaruh *Firm Size* terhadap CF**

Variabel kontrol *firm size* atau ukuran perusahaan terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative frequency* dalam persamaan regresi CF. Berdasarkan Tabel 4.7., terlihat bahwa SIZE mempunyai koefisien regresi sebesar 987.889 dan secara statistik terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 1%. Koefisien SIZE memiliki tanda positif yang berarti semakin besar *firm size* maka semakin positif nilai CF yang terjadi. berlawanan dengan tanda koefisien regresi SIZE terhadap CAV. Hal tersebut dikarenakan para investor dalam pasar saham Indonesia lebih menyukai saham berkapitalisasi besar sehingga para investor tersebut akan lebih sering mentransaksikan saham-saham tersebut yang tercermin dari meningkatnya frekuensi perdagangan saham.

- **Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap CF**

Variabel kontrol risiko perusahaan yang disebut dengan *beta* terbukti signifikan mempengaruhi *cumulative frequency* dalam persamaan regresi CF. Berdasarkan Tabel 4.7., terlihat bahwa *beta* mempunyai koefisien regresi sebesar 6127.464 dan secara statistik terbukti signifikan dalam uji-t dengan tingkat signifikansi 1%. Koefisien regresi dari risiko perusahaan memiliki tanda positif sama seperti tanda koefisien regresi untuk persamaan model CAR dan CAV, yang berarti semakin tinggi nilai risiko perusahaan maka semakin positif nilai CF yang terjadi. Hal tersebut dikarenakan saham-saham yang memiliki nilai risiko perusahaan yang tinggi terlihat menarik bagi investor karena dinilai dapat memberikan *return* yang besar pula. Oleh karena itu investor sering melakukan transaksi jual ataupun beli saham-saham berisiko tinggi. Apalagi saham-saham tersebut harganya cenderung fluktuatif sehingga transaksi jual ataupun beli saham yang meningkat tercermin dari korelasi positif antara risiko perusahaan dengan *cumulative frequency*.

4.5. Pengujian Tambahan

Pengujian tambahan dilakukan untuk melengkapi kesimpulan penelitian dari pengujian utama. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh pengumuman perubahan deviden terhadap *return*, volume perdagangan saham, dan frekuensi perdagangan saham yang nantinya akan menjadi variabel penelitian untuk mengukur reaksi investor selama periode observasi sebelum dan setelah pengumuman deviden.

Obyek yang diteliti dalam pengujian tambahan ini adalah perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEI pada tahun 2007 dan melakukan pengumuman deviden selama dua tahun berturut-turut yaitu periode 2006 dan 2007 agar dapat menghitung perubahan deviden.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan di BEI yang melakukan pengumuman deviden. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* selama periode 2006 hingga 2007. Pada tabel 4.8. dapat dilihat jumlah sampel yang memenuhi kriteria pemilihan sampel adalah

sebanyak 66 emiten dari 95 emiten yang melakukan pengumuman deviden pada tahun 2006 dan 2007.

Tabel 4.8. Pemilihan Sampel Penelitian Untuk Pengujian Tambahan

Deskripsi	Jumlah Perusahaan
Jumlah perusahaan yang melakukan pengumuman deviden tunai pada tahun 2006	136
Jumlah perusahaan yang melakukan pengumuman deviden tunai pada tahun 2007	132
Jumlah perusahaan yang melakukan pengumuman deviden dua tahun berturut-turut untuk tahun 2006 dan 2007	95
Jumlah perusahaan yang termasuk dalam saham tidur	24
Jumlah perusahaan yang terlibat dalam <i>corporate action</i> (<i>stock split</i> dan merger)	5
Total sampel perusahaan	66

Sumber: Hasil olahan penulis

Tabel 4.9. Distribusi Sampel Berdasarkan Sektor Industri Untuk Pengujian Tambahan

Sektor	Jumlah Perusahaan	%
Pertanian	3	4,55
Keuangan	16	24,24
Perdagangan dan pelayanan	15	22,73
Industri dasar dan kimia	4	6,06
Pertambangan	5	7,58
Infrastruktur	7	10,61
Barang konsumsi	8	12,12
Aneka industri	6	9,09
Konstruksi	2	3,03
Total	66	100

Sumber: Hasil olahan penulis

Sampel perusahaan untuk pengujian tambahan dapat dilihat pada Lampiran 2. Total observasi adalah sebanyak 78 pengumuman deviden yang meliputi 43 pengumuman kenaikan deviden, 29 pengumuman penurunan deviden, dan 6 pengumuman deviden yang tidak mengalami perubahan. Obyek penelitian ini telah mewakili sembilan sektor industri yang ada di BEI. Klasifikasi sektor industri dari sampel penelitian diringkas pada tabel 4.9.

4.5.1. Analisis dan Pembahasan Pengaruh Pengumuman Perubahan Deviden dan Pengumuman Deviden Tetap terhadap CAR, CAV, dan CF

Pengujian yang dilakukan untuk mengetahui apakah pengumuman perubahan deviden dan deviden tetap mempengaruhi CAR, CAV, dan CF dilakukan dengan menggunakan variabel *dummy* untuk membedakan antara pengumuman perubahan deviden baik kenaikan maupun penurunan deviden dengan pengumuman deviden yang tidak mengalami perubahan jumlah *dividend per share* yang akan dibagikan dibandingkan dengan *dividend per share* terakhir. Hasil pengujian statistik akan dibahas untuk masing-masing variabel sebagai berikut:

- Variabel dependen CAR

Pada tabel 4.10. dapat dilihat nilai R^2 adalah 10.9% yang berarti sebesar 10.9% hubungan variabel dependen yaitu variabel *cumulative abnormal return* dapat diterangkan oleh variabel *dummy* deviden, ROA, SIZE, dan BETA sedangkan sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap variabel *cumulative abnormal return*.

Untuk pengujian koefisien regresi secara keseluruhan atau bersama-sama dapat dilihat pada hasil uji F signifikan sehingga dapat dikatakan bahwa secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya sehingga berarti model regresi tersebut dapat dipakai untuk memprediksi *cumulative abnormal return*.

Apabila dilihat dari tingkat signifikansi uji-t maka untuk variabel *dummy* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap CAR pada tingkat signifikansi 1%. Sedangkan untuk ROA dan SIZE tidak berpengaruh

signifikan terhadap CAR. Untuk variabel risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap CAR pada tingkat signifikansi 10%. Hal tersebut mendukung pernyataan Lease (2000) yang menyatakan bahwa umumnya harga saham bereaksi terhadap perubahan deviden baik kenaikan ataupun penurunan deviden, pembagian deviden pertama kalinya, dan penghapusan pembagian deviden. Koefisien regresi dari *dummy* variabel bernilai negatif sehingga dapat disimpulkan bahwa *cumulative abnormal return* untuk perusahaan yang mengumumkan perubahan deviden mempunyai nilai yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang mengumumkan deviden tetap atau tidak mengalami perubahan nilai nominal deviden per lembar saham dibandingkan dengan nilai deviden per lembar saham terakhir yang dibagikan. Pengaruh signifikan perubahan deviden terhadap *cumulative abnormal return* mendukung teori *signaling*, dimana perubahan deviden memiliki informasi investasi masa depan perusahaan yang dapat dijadikan sinyal bagi investor. Namun dalam hal ini, investor menganggap perubahan deviden menjadi suatu sinyal negatif sehingga mengurangi nilai *return* saham.

Tabel 4.10. Hasil Analisis Regresi Pengujian Tambahan dengan Model

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{Div} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
		B			
(Constant)		-.221	-1.051	.297	
Ddiv	?	-.150	-2.670***	.009	1.067
ROA	?	.047	.490	.625	1.074
SIZE	?	.008	1.048	.298	1.280
BETA	?	.094	1.763*	.082	1.207
Adjusted R-Squared	.109				
F Statistics	3.362				
Prob (F-Statistic)	.014 ^a				

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*two-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*two-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*two-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

- Variabel dependen CAV

Pada Tabel 4.11. dapat dilihat hasil regresi berganda untuk variabel dependen *cumulative abnormal volume*. Nilai R^2 adalah 14.2% yang berarti sebesar 14.2% hubungan variabel dependen yaitu variabel *cumulative abnormal volume* dapat diterangkan oleh variabel *dummy* deviden, ROA, SIZE, dan BETA sedangkan sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap variabel *cumulative abnormal volume*.

Untuk uji F didapatkan hasil yang signifikan sehingga menunjukkan bahwa secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya sehingga berarti model regresi tersebut dapat dipakai untuk memprediksi *cumulative abnormal volume*.

Apabila dilihat dari tingkat signifikansi uji-t maka untuk variabel *dummy* Ddiv dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen CAV. Sedangkan untuk variabel SIZE dan BETA berpengaruh signifikan terhadap CAV pada tingkat signifikansi 5% dan 1%.

Tabel 4.11. Hasil Analisis Regresi Pengujian Tambahan dengan Model
 $CAV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{Div} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
		B			
(Constant)		.214	1.547	.126	
Ddiv	?	-.023	-.618	.539	1.067
ROA	?	.030	-.477	.635	1.074
SIZE	?	-.012	-2.275**	.026	1.280
BETA	?	.132	3.793***	.000	1.207
Adjusted R-Squared	.142				
F Statistics	4.182				
Prob (F-Statistic)	.004 ^a				

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*two-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*two-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*two-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

Hasil pengujian tambahan ini mendukung hasil pengujian utama dimana pengumuman deviden tidak mempengaruhi volume perdagangan secara signifikan, baik pengumuman perubahan deviden ataupun pengumuman deviden tetap. Koefisien regresi bertanda negatif berarti semakin besar perubahan deviden maka akan memperkecil nilai CAV. Koefisien regresi *dummy* variabel bertanda negatif berarti *cumulative abnormal volume* untuk perusahaan yang mengumumkan perubahan deviden mempunyai nilai yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang mengumumkan deviden tetap.

- Variabel dependen CF

Hasil pengujian regresi sehubungan dengan variabel CF dapat dilihat pada Tabel 4.12. dengan Nilai R^2 adalah 35.2% yang berarti sebesar 35.2% hubungan variabel dependen yaitu variabel *cumulative frequency* dapat diterangkan oleh variabel *dummy* deviden, ROA, SIZE, dan BETA sedangkan sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap variabel *cumulative frequency*.

Tabel 4.12. Hasil Analisis Regresi Pengujian Tambahan dengan Model
 $CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{Div} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	VIF
		B			
(Constant)		-33.870.147	-3.982***	.000	
Ddiv	?	487.432	.215	.830	1.067
ROA	?	3276.829	.854	.396	1.074
SIZE	?	1.083.320	3.365***	.001	1.280
BETA	?	7.691.842	3.575***	.001	1.207
Adjusted R-Squared	.352				
F Statistics	11.447				
Prob (F-Statistic)	.000 ^a				

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*two-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*two-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*two-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

Untuk pengujian koefisien regresi secara keseluruhan atau bersama-sama menunjukkan bahwa secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya sehingga berarti model regresi tersebut dapat dipakai untuk memprediksi *cumulative frequency*.

Apabila dilihat dari tingkat signifikansi uji-t maka untuk variabel *dummy* Ddiv tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen CF. Variabel ROA juga tidak berpengaruh signifikan terhadap CF. Sedangkan untuk variabel SIZE dan BETA yang sama-sama memiliki signifikansi uji-t sebesar 0.001. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kedua variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap CF.

Hasil pengujian ini juga mendukung hasil pengujian utama dimana pengumuman deviden tidak mempengaruhi frekuensi perdagangan secara signifikan, baik pengumuman perubahan deviden ataupun pengumuman deviden tetap. Koefisien regresi *dummy* variabel bertanda positif berarti *cumulative frequency* untuk perusahaan yang mengumumkan perubahan deviden mempunyai nilai yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang mengumumkan deviden tetap dengan kata lain aktivitas perdagangan yang dilihat melalui frekuensi perdagangan menjadi lebih sering ketika perusahaan mengumumkan perubahan deviden.

4.5.2. Pengujian Perbandingan Signifikansi *Abnormal Return*, *Abnormal Volume*, dan Frekuensi Perdagangan Saham pada Kelompok Saham yang Mengalami Kenaikan Deviden dan Penurunan Deviden

Perubahan deviden terdiri atas perubahan kenaikan deviden dan perubahan penurunan deviden. Kedua perubahan deviden tersebut akan dikelompokkan dan diuji untuk mengetahui apakah terjadi *cumulative abnormal return*, *cumulative abnormal volume*, dan *cumulative frequency* yang signifikan pada sekitar periode observasi. Hasil pengujian perbandingan signifikansi untuk masing-masing variabel dependen adalah sebagai berikut:

- Variabel Dependen CAR

Dari hasil Tabel 4.13. dapat disimpulkan terdapat nilai rata-rata *cumulative abnormal return* yang negatif baik pada kenaikan ataupun penurunan deviden dan signifikan untuk kelompok kenaikan deviden pada tingkat signifikansi 10% di sekitar periode observasi. Sedangkan untuk kelompok penurunan deviden tidak terjadi *cumulative abnormal return* yang signifikan.

Tabel 4.13. Perbandingan Tingkat Signifikansi *Abnormal Return* Saham

Kenaikan Deviden			Penurunan Deviden		
N	Mean CAR	t-stat	N	Mean CAR	t-stat
43	-0,03646	-1,99 *	29	-0,0358	-1,417

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*two-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*two-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*two-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

- Variabel Dependen CAV

Dari hasil Tabel 4.14. dapat disimpulkan terjadi *cumulative abnormal volume* yang signifikan untuk kelompok kenaikan deviden pada tingkat signifikansi 1% di sekitar periode observasi dan untuk kelompok penurunan deviden juga terjadi *cumulative abnormal return* yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%.

Tabel 4.14. Perbandingan Tingkat Signifikansi *Abnormal Volume* Saham

Kenaikan Deviden			Penurunan Deviden		
N	Mean CAV	t-stat	N	Mean CAV	t-stat
43	-0,04091	-3,135 ***	29	-0,04285	-2,304 **

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*two-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*two-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*two-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

- Variabel Dependen CF

Dari hasil Tabel 4.15. dapat disimpulkan terjadi *cumulative frequency* perdagangan yang signifikan baik untuk kelompok kenaikan deviden ataupun kelompok penurunan deviden pada tingkat signifikansi 1% di sekitar periode observasi .

Tabel 4.15. Perbandingan Tingkat Signifikansi Frekuensi Perdagangan Saham

Kenaikan Deviden			Penurunan Deviden		
N	Mean CF	t-stat	N	Mean CF	t-stat
43	6,00E+03	5,558 ***	29	4,94E+03	4,498 ***

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*two-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*two-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*two-tailed*)

Sumber: Hasil olahan penulis

4.5.3. Pengujian Perbedaan Reaksi Investor Sebelum dan Setelah Tanggal Ex-Deviden Pada Pengumuman *Good News* dan *Bad News*

Analisis deskriptif untuk *average abnormal return*, *average abnormal volume*, dan rata-rata frekuensi perdagangan saham pada saat kenaikan deviden atau *good news* adalah sebagai berikut:

a. *Average Abnormal Return*

Statistik deskriptif untuk variabel *average abnormal return* yang ditunjukkan pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata dari AAR (*average abnormal return*) untuk sepuluh hari sebelum pengumuman deviden dan untuk 10 hari setelah tanggal ex-deviden. Nilai *mean* setelah pengumuman deviden (AAR_Sesudah) adalah -0.0007256 lebih besar dibandingkan dengan *mean* sebelum pengumuman deviden (AAR_Sebelum) yang bernilai -0.0007537. Maka dapat disimpulkan terjadi kenaikan *abnormal return* setelah tanggal ex-deviden.

b. *Average Abnormal Volume*

Statistik deskriptif untuk variabel *average abnormal volume* yang ditunjukkan pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata dari AAV (*average abnormal volume*) untuk sepuluh hari sebelum pengumuman deviden dan untuk 10 hari setelah tanggal ex-deviden. Nilai *mean* setelah pengumuman deviden (AAV_Sesudah) yaitu -0.0023366 lebih rendah dibandingkan dengan *mean* sebelum pengumuman deviden (AAV_Sebelum) yang bernilai -0.001476. Maka dapat disimpulkan terjadi penurunan volume perdagangan saham setelah tanggal ex-deviden.

c. *Average Frequency*

Statistik deskriptif untuk variabel frekuensi perdagangan saham yang ditunjukkan pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata dari frekuensi perdagangan saham untuk sepuluh hari sebelum pengumuman deviden dan untuk 10 hari setelah tanggal ex-deviden. Nilai *mean* setelah pengumuman deviden (AF_Sesudah) adalah 293 lebih rendah dibandingkan dengan *mean* sebelum pengumuman deviden (AF_Sebelum) yang bernilai 300. Maka dapat disimpulkan terjadi penurunan frekuensi perdagangan saham setelah tanggal ex-deviden.

Sedangkan analisis deskriptif untuk abnormal return, volume perdagangan, dan frekuensi perdagangan saham pada saat penurunan deviden atau *bad news* adalah sebagai berikut:

a. *Average Abnormal Return*

Statistik deskriptif untuk variabel *abnormal return* yang ditunjukkan pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata dari AAR (*average abnormal return*) untuk sepuluh hari sebelum tanggal ex-deviden dan untuk 10 hari setelah tanggal ex-deviden. Nilai *mean* setelah pengumuman deviden (AAR_Sesudah) adalah sebesar -0.0013188 lebih kecil dibandingkan dengan *mean* sebelum tanggal ex-deviden (AAR_Sebelum) yang sebesar -0.000927.

b. *Average Abnormal Volume*

Statistik deskriptif untuk variabel volume perdagangan saham yang ditunjukkan pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata dari AAV (*average abnormal volume*) untuk sepuluh hari sebelum tanggal ex-deviden dan untuk 10 hari setelah tanggal ex-deviden. Nilai *mean* setelah pengumuman deviden (AAV_Sesudah) adalah -0.0024723 lebih rendah dibandingkan dengan *mean* sebelum pengumuman deviden (AAV_Sebelum) yang bernilai -0.0013862. Maka dapat disimpulkan terjadi penurunan volume perdagangan saham setelah tanggal ex-deviden.

c. *Average Frequency*

Statistik deskriptif untuk variabel frekuensi perdagangan saham yang ditunjukkan pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata dari frekuensi perdagangan saham untuk sepuluh hari sebelum tanggal ex-deviden dan untuk 10 hari setelah tanggal ex-deviden. Nilai *mean* setelah pengumuman deviden (AF_Sesudah) adalah 238 lebih rendah dibandingkan dengan *mean* sebelum tanggal ex-deviden (AF_Sebelum) yang bernilai 277. Maka dapat disimpulkan terjadi penurunan frekuensi perdagangan saham setelah tanggal ex-deviden.

Langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian statistik perbedaan *average abnormal return*, *average abnormal volume*, dan *average frequency* perdagangan saham antara Pengumuman *good news* dengan *bad news* dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman deviden perusahaan. Pengujian dibantu dengan SPSS melalui analisis *paired sample t-test*. Hasil dari pengujian ini dapat dilihat pada Lampiran 3. untuk *good news* dan Lampiran 4. untuk *bad news*, dengan pembahasan hasil pengujian sebagai berikut:

- **Good News**

- a. *Average Abnormal Return*

Dari hasil pengujian diperoleh tingkat signifikansi uji-t sebesar 0,984 dengan *probability value* lebih besar dari 5%. Sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti terdapat perbedaan *average abnormal return*, tetapi tidak signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal ex-deviden untuk pengumuman deviden yang bersifat *good news*.

- b. *Average Abnormal Volume*

Dari hasil pengujian diperoleh tingkat signifikansi uji-t sebesar 0,298 dengan *probability value* lebih besar dari 5%. Sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti terdapat perbedaan *average abnormal volume* perdagangan, tetapi tidak signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal ex-deviden untuk pengumuman deviden yang bersifat *good news*.

- c. *Average Frequency*

Dari hasil pengujian diperoleh tingkat signifikansi uji-t sebesar 0,879 dengan *probability value* lebih besar dari 5%. Sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti terdapat perbedaan rata-rata frekuensi perdagangan, tetapi tidak signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal ex-deviden untuk pengumuman deviden yang bersifat *good news*.

- **Bad News**

- a. *Average Abnormal Return*

Dari tabel hasil pengujian untuk variabel *average abnormal return* diperoleh tingkat signifikansi uji-t sebesar 0,857 dengan *probability value* lebih besar dari 5%. Sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti terdapat perbedaan *average abnormal return*, tetapi tidak

signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal ex-dividen untuk pengumuman deviden yang bersifat *bad news*.

b. *Average Abnormal Volume*

Dari hasil pengujian untuk variabel *average abnormal volume* perdagangan saham diperoleh tingkat signifikansi uji-t sebesar 0,453 dengan *probability value* lebih besar dari 5%. Sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti terdapat perbedaan *average abnormal volume* perdagangan, tetapi tidak signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal ex-dividen untuk pengumuman deviden yang bersifat *bad news*.

c. *Average Frequency*

Dari hasil pengujian untuk variabel rata-rata frekuensi perdagangan saham diperoleh tingkat signifikansi uji-t sebesar 0,385 dengan *probability value* lebih besar dari 5%. Sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti terdapat perbedaan rata-rata frekuensi perdagangan, tetapi tidak signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal ex-dividen untuk pengumuman deviden yang bersifat *bad news*.

4.6. Kesimpulan Hasil Analisis

Dari pengujian utama diperoleh hasil bahwa pengumuman deviden yang diprosikan dengan *dividend per share* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Sedangkan pada pengujian tambahan telah dibuktikan bahwa nilai *cumulative abnormal return* untuk perusahaan yang melakukan pengumuman perubahan deviden lebih rendah dibandingkan dengan nilai *cumulative abnormal return* untuk perusahaan yang melakukan pengumuman deviden tetap atau yang nilai *dividend per share* tidak mengalami perubahan dibandingkan dengan nilai *dividend per share* terakhir yang dibagikan perusahaan. Dari kedua hasil pengujian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa investor tidak menggunakan informasi *dividend per share* untuk membuat keputusan berinvestasi namun mereka menggunakan informasi perubahan deviden

dengan melihat perubahan nilai *dividend per share* yang akan dibagikan dengan *dividend per share* dengan *dividend per share* yang dibagikan perusahaan terakhir kali. Mereka juga lebih menyukai apabila perusahaan tidak melakukan perubahan nilai deviden yang dibagikan untuk perusahaan yang membagikan deviden secara konsisten. Hal tersebut didukung dengan pengujian tambahan untuk mengetahui perubahan kenaikan deviden atau penurunan deviden yang mempengaruhi terjadinya *cumulative abnormal return* yang signifikan di sekitar periode observasi dengan pengujian *one sample t-test* untuk kedua subsampel tersebut.

Nilai rata-rata *cumulative abnormal return* adalah negatif baik pada kenaikan ataupun penurunan deviden dan signifikan untuk kelompok kenaikan deviden pada tingkat signifikansi 10% di sekitar periode observasi. Sedangkan untuk kelompok penurunan deviden tidak terjadi *cumulative abnormal return* yang signifikan. *Cumulative abnormal return* yang negatif mencerminkan reaksi negatif dari investor terhadap perubahan deviden. Dari hasil tersebut dapat dihubungkan dengan pengujian tambahan sehubungan dengan perubahan deviden dan disimpulkan bahwa investor menggunakan informasi perubahan kenaikan deviden kemudian bereaksi terhadap kenaikan deviden tersebut. Sedangkan untuk penurunan deviden, investor tidak menggunakan informasi penurunan deviden tersebut untuk mengambil keputusan berinvestasi di sekitar tanggal *ex-dividen*.

Investor bereaksi negatif terhadap pengumuman kenaikan deviden selama periode observasi juga dapat dilihat dari nilai *average abnormal return* yang negatif sebelum dan sesudah tanggal *ex-dividen* serta tidak adanya perbedaan *average abnormal return* yang signifikan secara statistik pada saat sebelum dan sesudah tanggal *ex-dividen* untuk pengumuman deviden yang bersifat *good news* ataupun *bad news*. Hasil tersebut sesuai dengan hasil penelitian Raksitriawan (2003) yang menyimpulkan bahwa secara agregat pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman deviden yang dibagikan secara konsisten. Besarnya CAAR untuk kelompok deviden yang naik terus dan yang turun terus adalah negatif dan besarnya CAAR untuk kelompok deviden yang naik terus lebih besar dibandingkan dengan kelompok deviden yang turun terus yang berarti pasar merespon lebih negatif terhadap deviden yang terus naik.

Reaksi negatif dari investor di sekitar tanggal ex-deviden dapat juga dikarenakan oleh pemikiran investor akan adanya kemungkinan besarnya deviden yang dibagikan tidak sebanding risikonya dengan penurunan harga setelah tanggal cum-deviden. Selain itu, reaksi negatif terhadap kenaikan deviden dapat disebabkan oleh pasar melihat pengumuman kenaikan deviden tersebut sebagai suatu sinyal negatif yang memungkinkan tidak adanya *investment opportunity* dari perusahaan sehingga prospek perusahaan dinilai kurang baik dan dapat menurunkan nilai perusahaan yang kemudian dapat berpengaruh terhadap penurunan harga saham perusahaan.

Selain *return*, dalam penelitian ini juga meneliti pengaruh pengumuman deviden terhadap volume dan frekuensi perdagangan. Tidak adanya pengaruh pengumuman deviden terhadap volume perdagangan saham dikarenakan investor tidak menggunakan informasi *dividend per share*. Hal tersebut mungkin juga dikarenakan data yang digunakan selama periode observasi tersebut tidak dapat menangkap *surprise factors* dari pengumuman deviden sehingga pengaruh pengumuman deviden terhadap volume perdagangan menjadi tidak signifikan. Begitu pula untuk pengujian tambahan pengumuman perubahan deviden telah dibuktikan tidak mempengaruhi *cumulative abnormal volume* walaupun terjadi *cumulative abnormal volume* signifikan baik pada pengumuman perubahan kenaikan deviden ataupun perubahan penurunan deviden. Hasil pengujian tambahan juga membuktikan tidak terdapat perbedaan *average abnormal volume* yang signifikan sebelum dan sesudah tanggal ex-deviden baik untuk pengumuman deviden yang bersifat *good news* ataupun *bad news*.

Hasil pengujian untuk frekuensi perdagangan saham serupa dengan hasil pengujian volume perdagangan saham, dimana *dividend per share* juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative frequency*. Demikian pula pengumuman perubahan deviden tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative frequency* walaupun terjadi *cumulative frequency* yang signifikan baik pada pengumuman perubahan kenaikan deviden ataupun penurunan deviden. Hasil pengujian tambahan juga membuktikan tidak terdapat perbedaan *average frequency* yang signifikan sebelum dan sesudah tanggal ex-deviden baik untuk pengumuman deviden yang bersifat *good news* ataupun *bad news*.