

TRANSFER INFORMASI INTRA-INDUSTRI ATAS PENGUMUMAN PERUBAHAN DIVIDEN DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA

Heriyanto, S.E., M.Sc.

Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Akuntansi, Universitas Katolik Musi Charitas

Jl. Bangau No. 60 Palembang 30113, Telp. (0711)321801

E-mail: heriyanto@ukmc.ac.id

ABSTRAKS

This study aims to empirically investigate the existence of intra-industry information transfer on nonreporter firms as related to cash dividend change announcement by reporter firm. In addition, this study also empirically investigate variables that influence the magnitude and the direction of intra-industry information transfer on nonreporter firm. Samples (observations) that used on this study include reporter and nonreporter firm that respectively 200 and 541 observations on cash dividend increased announcement and 93 and 199 observations on cash dividend decreased announcement. The period that used on this study covers 2001-2012. As related to the statistic method that used to test the hypothesis, t-test (one sample t-test) and multiple regression analysis were used on this study.

The result of the hypothesis testing on this research indicate that there was a significant market reaction on reporter's firm stock in increased cash dividend announcements whereas the hypothesis on decreased cash dividend cases was rejected because the result indicate that there was not exist a significantly negative reaction. In addition, as related to intra-industry information transfer (proxied by the significance of cumulative abnormal return) testing, this study found that there was exist a contagion effect (direct reaction) in which the nonreporter's firm shares obtain a significantly positive cumulative abnormal return on reporter's cash dividend increased announcement and obtain a significantly negative cumulative abnormal return on reporter's cash dividend decreased announcement. As related to the testing about variables that influence the magnitude of intra-industry information transfer, it has been founded that on the cash dividend increased cases, variables that has statically significant were reporter's firm dividend surprise rate variable (positive), the rate of nonreporter's firm cash dividend change on the last year (negative), and return correlation between reporter and nonreporter firm (positive), whereas on the cash dividend decreased cases, it has been founded that only reporter's firm dividend surprise rate variable (positive) and size of reporter's firm were statistically significant. As related to the testing of intra-industry information transfer direction, it has been found that competitive effect (adverse reaction) were exist on the cases of cash dividend increased announcement, whereas on the cases of cash dividend decreased announcement, this study found the existence of contagion effect (direct reaction).

Keyword: *Intra-industry information transfer, dividend change, cumulative abnormal return, reporter firm, nonreporter firm, dividend surprise, contagion effect, competitive effect*

1. PENDAHULUAN

Informasi yang diumumkan oleh emiten maupun non-emiten dapat mempengaruhi keputusan investasi investor. Adapun informasi (keuangan) yang diungkapkan perusahaan akan digunakan oleh investor untuk melakukan revisi atas prospek atau kinerja perusahaan, baik di masa sekarang maupun di masa mendatang. Informasi yang dianggap relevan oleh investor (pasar) pada umumnya akan di reaksi segera setelah pengumuman dilakukan oleh perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori efisiensi pasar. Fama (1970) dalam Husnan (2009) menyatakan bahwa pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Suatu informasi yang dinilai relevan akan digunakan untuk mengevaluasi harga saham. Perubahan harga suatu saham di sekitar pengumuman informasi dapat dijadikan sebagai indikator bahwa informasi tersebut memiliki kandungan informasi.

Berbagai penelitian secara empiris telah menguji kandungan informasi atas informasi yang dipublikasikan oleh emiten sebagaimana yang diungkapkan oleh Lako (2004), seperti: pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman laba (Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1989; serta Morse, 1981) dan pengumuman laporan keuangan (Beza, 1997; Hanafi, 1997; dan Purba, 1997). Pengujian terkait informasi lainnya, yaitu: pengumuman *stock split* (Almilia dan Kristijadi, 2005), pengumuman penawaran saham perusahaan (Szewczyk, 1992), pengumuman penurunan *bond rating* (Jorion dan Zhang, 2010), dan pengumuman *delisting* (Lang dan Stulz, 1992; Almilia, 2006).

Salah satu pengumuman perusahaan yang sering diuji kandungan informasinya oleh banyak peneliti adalah pengumuman dividen. Aharoni dan Swary (1980) menemukan bukti empiris bahwa gambaran *earning* dan dividen merupakan dua alat (instrumen) yang dapat digunakan untuk mengirimkan informasi kepada publik mengenai prospek masa depan perusahaan. Informasi keuangan seperti pengumuman dividen kas diduga memiliki kandungan informasi terkait dengan *signal* yang diberikan pihak manajemen perusahaan atas prospek laba dan arus kas perusahaan di masa depan (Bhattacharya, 1979; John dan Williams, 1985; serta Miller dan Rock, 1985; dalam Li dan Zhao, 2008). Secara spesifik, pengumuman dividen dianggap memiliki kandungan informasi apabila terdapat unsur kejutan (*dividend surprise*) (Denis dkk., 1994). Berkaitan dengan hal ini, *dividend surprise* positif terjadi ketika nilai dividen aktual yang termuat dalam pengumuman perusahaan lebih besar daripada nilai dividen yang diekspektasikan oleh investor sedangkan *dividend surprise* negatif terjadi ketika nilai dividen aktual yang termuat dalam pengumuman perusahaan lebih kecil daripada nilai dividen yang diekspektasikan oleh investor.

Sebagian besar penelitian seperti Petit (1972; 1976), Dielman dan Oppenheimer (1984), Eades, Hess, dan Kim (1985), Kalay dan Loewenstein (1985), serta Bajaj dan Vijh (1990), dalam Firth (1996), menunjukkan bukti empiris yang signifikan secara statistik terkait dengan reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen yang tidak terduga (*unexpected dividend change*). Secara spesifik, penelitian-penelitian tersebut menemukan bahwa arah dan besar (tingkat) *abnormal return* (sebagai proksi atas reaksi pasar) berhubungan secara positif dengan arah dan besar (tingkat) dari *dividend surprise*. Adapun hasil penelitian ini sesuai dengan *dividend signaling theory*. Terkait dengan teori ini, Lintner (1956) dan Carroll (1995) dalam Firth (1996) serta Miller dan Modigliani dalam Brigham dan Ehrhardt (2005: 620) menjelaskan bahwa perubahan dividen memberikan signal atas perubahan laba dan arus kas perusahaan di masa depan. Lebih lanjut, Ofer dan Siegel (1987) serta Carroll (1995) dalam Firth (1996) memberikan bukti empiris atas dugaan dalam *dividend signaling theory*, yaitu bahwa perubahan dividen berhubungan dengan revisi terkait dengan prediksi analisis (keuangan) mengenai laba perusahaan di masa depan.

Meskipun sebagian besar penelitian menemukan bukti empiris terkait dengan adanya hubungan yang positif antara reaksi pasar (diproksi dengan *abnormal return*) dan *dividend surprise*, beberapa penelitian lainnya menemukan hasil yang beragam. Benartzi dkk. (1997) dalam Gunasekarage dan Power (2006) menemukan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif (meskipun tidak signifikan) atas pengumuman penurunan dividen. Adapun terkait dengan penelitian di Indonesia, Wilopo (2001) melakukan pengujian dengan menggunakan data di *Jakarta Stock Exchange* dan menemukan hasil bahwa tidak terdapat reaksi pasar yang positif atas pengumuman peningkatan dividen kas. Masih adanya ketidak-konsistenan hasil penelitian terkait dengan pengujian reaksi pasar atas pengumuman perubahan dividen menjadi salah satu motivasi mendasar dalam penelitian ini untuk melakukan pengujian kembali terkait dengan reaksi pasar atas pengumuman perubahan dividen (namun dengan menggunakan data di Indonesia).

Selain menguji kandungan informasi dari pengumuman perubahan dividen, dalam penelitian ini juga akan diuji efek transfer informasi intra-industri (*intra-industry information transfer*). Hal ini didasarkan atas penelitian yang dilakukan Firth (1996)² dan Laux dkk. (1998) yang menemukan bukti empiris bahwa pengumuman dividen tidak hanya mempengaruhi harga saham perusahaan yang mengumumkan (*reporter*) dividen, tetapi juga harga saham perusahaan lain dalam industri yang sama yang tidak mengumumkan (*nonreporter*). Schipper (1990) mengungkapkan bahwa fenomena transfer informasi intra-industri dapat terjadi karena perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama menghadapi keadaan yang relatif sama sehingga pengumuman suatu perusahaan memberikan informasi tentang keadaan ketidakpastian pada pesaingnya.

Laux dkk. (1998) menjelaskan bahwa arah transfer informasi atas pengumuman tertentu tergantung pada apakah informasi yang diungkapkan tersebut memiliki efek *contagion* (*contagion effect*) atau efek kompetitif (*competitive effect*) pada perusahaan lainnya dalam satu industri. Secara lebih spesifik, Laux dkk. menjelaskan bahwa *contagion effect* merupakan hasil atas *return* perusahaan (*nonreporter*) yang disebabkan oleh faktor umum seperti tingkat seberapa jauh perusahaan dalam suatu industri menggunakan *input*, *output*, proses produksi, dan pasar tenaga kerja yang sama; sedangkan Marsh dan Merton (1987) dalam Laux dkk. (1998) menyatakan bahwa *contagion effect* dapat terjadi jika perusahaan menggunakan praktek (kondisi) dalam industri sebagai target (pedoman) dalam menentukan kebijakan dividen.

Adapun terkait dengan *competitive effect*, Laux dkk. menyatakan bahwa dalam persaingan industri yang tidak sempurna (*imperfectly competitive industry*), *contagion effect* atas pengumuman tertentu dari suatu perusahaan

²Firth (1996) mengungkapkan bahwa salah satu penelitian pertama yang menguji transfer informasi intra-industri adalah Firth (1976) yang menemukan bukti empiris bahwa pengumuman laba oleh perusahaan di Inggris tidak hanya mempengaruhi harga saham perusahaan yang mengumumkan tetapi juga mempengaruhi *return* perusahaan lainnya yang berada dalam satu industri dengan perusahaan.

dapat diimbangi dengan adanya pergeseran atau perubahan keseimbangan persaingan dalam suatu industri. Tingkat seberapa jauh *competitive effect* dapat menyeimbangkan *contagion effect* dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti: kekuatan relatif pasar dari perusahaan dalam suatu industri, kemampuan pesaing untuk merespon secara efektif pengumuman suatu perusahaan, dan tingkat persaingan dalam suatu industri.

Fenomena transfer informasi intra-industri telah diuji pada beberapa penelitian lainnya dengan menggunakan informasi (*event*) yang berbeda-beda, seperti: informasi pengumuman laba (Han dan Wild, 1990; Graham dan King, 1996 dalam Yusnitasari, 2003), pengumuman kebangkrutan (Aharony dan Swary, 1983; Asness dan Smirlock, 1991 dalam Firth, 1996), ramalan manajemen terhadap laba (Baginski, 1987 dalam Yusnitasari, 2003), pengumuman likuidasi (Akhigbe dan Madura, 1996 dalam Yusnitasari, 2003), pengumuman penurunan *bond rating* (Jorion dan Zhang, 2010), pengumuman inisiasi dan penghapusan dividen (Kohers, 1999), pengumuman *special dividend* (Balachandran dkk., 2004), dan penawaran sekuritas perusahaan (Szewczyk, 1992). Pada umumnya penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar merespon pengumuman tersebut atau dengan kata lain pasar juga bereaksi pada saham perusahaan lain dalam industri yang sama tetapi tidak mengumumkan informasi tertentu (*nonreporter*). Penelitian di Indonesia juga telah banyak dilakukan terkait dengan fenomena transfer informasi intra-industri pada pengumuman-pengumuman informasi seperti: pengumuman *stocksplit* (Almilia dan Kristijadi, 2005), pengumuman laporan keuangan (laba) (Lako, 2004), pengumuman perubahan dividen (Yusnitasari, 2003; Hardjanto, 2004), dan pengumuman *delisting* (Gamayuni, 2001; Almilia, 2006). Pada umumnya penelitian di Indonesia juga menunjukkan adanya efek transfer informasi intra-industri.

Terlepas dari banyaknya penelitian-penelitian terkait dengan fenomena transfer informasi intra-industri, sebagian besar penelitian masih mempertanyakan arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*³. Sebagai contoh, Lang dan Stulz (1992) menemukan bahwa pada sebagian besar industri, perusahaan *nonreporter* menunjukkan reaksi harga saham yang negatif atas pengumuman kebangkrutan perusahaan *reporter*. Lang dan Stulz menginterpretasikan hasil penelitian ini sebagai efek dari kondisi umum pada suatu industri (*industry-wide influence*). Namun, dalam struktur industri oligopolistik, Lang dan Stulz menemukan bahwa perusahaan *nonreporter* mengalami reaksi harga saham yang positif atas pengumuman kebangkrutan perusahaan *reporter* dalam industri yang sama. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa *competitive effect* lebih mendominasi arah transfer informasi intra-industri.

Terkait dengan isu ini, maka penelitian ini juga akan menguji (terkait) keberadaan perbedaan arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* atas pengumuman perubahan (kenaikan dan penurunan) dividen kas perusahaan *reporter* dengan menggunakan model pengujian yang digunakan Laux dkk. (1998)⁴. Selain itu, penelitian ini juga menguji secara empiris pengaruh variabel-variabel yang mewakili karakteristik perusahaan *reporter* dan *nonreporter* terhadap besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*⁵. Adapun variabel-variabel yang digunakan untuk menjelaskan besarnya transfer informasi intra-industri dalam penelitian ini mencakup: *dividend surprise* perusahaan *reporter* (variabel independen); tingkat perubahan dividen perusahaan *nonreporter* (pada periode sebelum pengumuman perusahaan *reporter*), tingkat korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter*, status pengumuman dividen perusahaan *nonreporter* (sebelum pengumuman perusahaan *reporter*) (variabel moderasi); serta ukuran perusahaan *reporter*, tingkat profitabilitas dan tingkat peluang bertumbuh perusahaan *nonreporter* (variabel kontrol).

Penelitian ini mengembangkan (memperluas) cakupan penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia terkait dengan pengujian transfer informasi intra-industri atas pengumuman perubahan dividen kas. Pengembangan dalam penelitian ini mencakup beberapa hal: (1) menggunakan data dengan periode waktu yang lebih panjang, yaitu selama 12 tahun (2001-2012), (2) menambahkan variabel kontrol tingkat peluang bertumbuh dan tingkat profitabilitas (dalam penelitian Li dan Zhao (2008)) yang mewakili karakteristik kinerja keuangan perusahaan

³Laux dkk. (1998) menyatakan bahwa pertanyaan penelitian mengenai apakah reaksi harga saham perusahaan *nonreporter* disebabkan karena *contagion effect* atau *competitive effect*, masih belum menemukan kesimpulan yang jelas.

⁴Laux dkk. (1998) menggunakan perbandingan tingkat peluang bertumbuh dan tingkat kekuatan pasar antara perusahaan *reporter* dan *nonreporter* untuk menjelaskan adanya perbedaan arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*. Laux dkk. menduga bahwa pada kasus peningkatan dividen kas, *contagion effect* cenderung terjadi ketika perusahaan *nonreporter* memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh yang lebih besar daripada perusahaan *reporter*, sedangkan *competitive effect* cenderung terjadi pada kondisi sebaliknya.

⁵Variabel-variabel utama yang digunakan dalam penelitian ini untuk menjelaskan besarnya transfer informasi intra-industri mengacu pada model penelitian Firth (1996).

nonreporter (melengkapi variabel-variabel yang digunakan dalam model utama Firth (1996)), (3) menguji perbedaan arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*, dan (4) melakukan *robustness check*⁶ terkait dengan pengujian signifikansi reaksi pasar pada perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*).

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

1. Kandungan Informasi Pengumuman Dividen dan Penilaian Prospek Perusahaan

Dividend signaling theory mengungkapkan bahwa pengumuman dividen merupakan sarana bagi manajer untuk memberikan *signal* kepada investor terkait dengan perkembangan (prospek) perusahaan di masa depan⁷. Petit (1972) menyatakan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan dividen bila terdapat tingkat probabilitas *cash flow* yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen bila manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flow* yang dapat mendukung pembayaran dividen tersebut. Argumen ini sejalan dengan penjelasan Miller dan Rock (1985) dalam Caton dkk. (2003). Lebih lanjut, pengumuman ini digunakan investor untuk mengurangi *gap* antara informasi yang mereka miliki dan informasi yang dimiliki oleh manajer perusahaan atas prospek (nilai) perusahaan di masa yang akan datang. Jika suatu pengumuman dividen mengandung informasi maka pasar akan bereaksi pada saat pengumuman diterima. Adapun adanya reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas perusahaan yang mengumumkan dividen. Besarnya reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*.

Berdasarkan pendekatan *dividend signaling theory* dan pandangan terkait dengan adanya hubungan antara kandungan informasi pengumuman dividen dan penilaian atas prospek perusahaan di masa depan, maka dirumuskan hipotesis:

H1: Terdapat hubungan yang positif antara reaksi pasar perusahaan *reporter* dengan pengumuman perubahan dividen

2. Pengumuman Perubahan Dividen dan Transfer Informasi Intra-Industri

1. Transfer Informasi Intra-Industri

Firth (1996) menyatakan bahwa istilah transfer informasi pada umumnya digunakan untuk menggambarkan kondisi di mana terjadi ekstrapolasi⁸ (*signaling*) atas pengumuman (informasi) spesifik suatu perusahaan ke perusahaan lainnya. Adapun secara spesifik, Foster (1986) dalam Hardjanto (2004) dan Desir (2012) menyatakan bahwa transfer informasi intra-industri muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut mengakibatkan perubahan pada harga saham perusahaan lain dalam satu sektor industri yang sama. Schipper (1990) dan Kohers (1999) mengungkapkan bahwa adanya fenomena transfer informasi disebabkan karena perusahaan dalam satu industri mempunyai karakteristik yang hampir sama seperti jenis produk akhir yang sama dan lingkungan ketidakpastian yang sama sehingga pengumuman suatu perusahaan mempunyai implikasi industri yang dapat digunakan untuk mengevaluasi perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama.

Secara umum, transfer informasi intra-industri memiliki 2 jenis efek berdasarkan pada keterkaitan arah reaksi perusahaan *nonreporter* atas pengumuman informasi yang diumumkan perusahaan *reporter*. Laux dkk. (1998) menyatakan bahwa *contagion effect* terjadi ketika reaksi yang timbul dari perusahaan lain (*nonreporter*) sama dengan reaksi perusahaan *reporter*. Sementara itu, efek *competitive* adalah efek persaingan antara perusahaan *nonreporter* dalam industri yang sama dengan perusahaan *reporter*. Hal ini terjadi disebabkan karena adanya distribusi kemakmuran dari perusahaan *reporter* ke perusahaan *nonreporter*.

Secara lebih spesifik, Laux dkk. menjelaskan bahwa *contagion effect* merupakan implikasi atas *return* perusahaan yang disebabkan oleh faktor umum, yaitu tingkat seberapa jauh perusahaan dalam suatu industri menggunakan *input*, *output*, proses produksi, dan pasar tenaga kerja yang relatif sama. Marsh dan Merton (1987)

⁶ Penelitian ini juga menggunakan pendekatan *average abnormal return* (selain pendekatan *cumulative abnormal return*) untuk menguji signifikansi reaksi pasar pada perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*)

⁷ Pemahaman terkait kandungan informasi dividen yang menghasilkan informasi tentang profitabilitas masa depan perusahaan dan berakibat pada perubahan harga saham perusahaan (*reporter*) dikenalkan oleh Miller dan Modigliani (1961) dalam Gunasekarage dan Power (2006)

⁸ Kohers (1999) mengungkapkan bahwa adanya kecenderungan terjadinya ekstrapolasi informasi dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya (dalam sektor industri yang sama) dikarenakan investor pada perusahaan lainnya (yang tidak mengumumkan) menggunakan informasi tersebut sebagai asumsi dasar terkait dengan prospek perusahaannya di masa mendatang

dalam Laux dkk. (1998) juga menyatakan bahwa *contagion effect* dapat terjadi jika perusahaan menggunakan praktek dalam industri sebagai target (pedoman) dalam menentukan kebijakan dividen.

Sementara itu, Laux dkk. menyatakan bahwa dalam persaingan industri yang tidak sempurna (*imperfectly competitive industry*), *contagion effect* atas pengumuman tertentu dari suatu perusahaan dapat diimbangi dengan adanya pergeseran atau perubahan keseimbangan persaingan dalam suatu industri. Tingkat seberapa jauh *competitive effect* dapat menyeimbangkan *contagion effect* dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti: kekuatan relatif pasar dari perusahaan dalam suatu industri, kemampuan pesaing untuk merespon secara efektif pengumuman suatu perusahaan, dan tingkat persaingan dalam suatu industri.

3. Dividen dan Transfer Informasi Intra-Industri

Dividend signaling theory mengungkapkan bahwa manajemen pada dasarnya enggan mengubah kebijakan dividennya. Terkait dengan hal ini, dapat diargumenkan bahwa perubahan kebijakan dividen yang dilakukan oleh suatu perusahaan akan dianggap oleh investor sebagai perubahan kebijakan yang permanen di masa mendatang. Oleh sebab itu, investor akan mempersepsikan bahwa perubahan kebijakan dividen yang dilakukan suatu perusahaan mengandung informasi terkait dengan kondisi industrinya (*industry wide influence*). Adapun dampak dari persepsi ini akan menyebabkan investor berasumsi bahwa perusahaan yang tidak (belum) mengumumkan perubahan kebijakan dividen juga akan melakukan perubahan kebijakan dengan arah yang sama seperti yang dilakukan perusahaan *reporter*.

Sementara itu, Firth (1996) mengungkapkan bahwa prediksi internal yang dilakukan perusahaan atas perubahan laba di masa depan (yang akhirnya memotivasi manajemen perusahaan untuk merubah kebijakan dividen) mungkin merupakan hasil (akibat) dari persepsi perusahaan atas kondisi umum dalam industri (*industry wide influence*) atau persepsi perusahaan atas perubahan struktur persaingan atau *market share (change in competitive structure)* dalam industri. Secara spesifik Firth (1996) menyatakan bahwa *industry wide influence* akan mempengaruhi semua perusahaan (*nonreporter*) dalam industri dengan cara (arah) yang sama sedangkan *change in competitive structure* akan menyebabkan kondisi di mana beberapa perusahaan dalam suatu industri akan memperoleh keuntungan sementara sisanya (lainnya) akan mengalami kerugian. Meskipun terdapat argumen yang menjelaskan keberadaan *contagion effect* dan *competitive effect*, Firth (1996) menyatakan bahwa sebagian besar penelitian (terkait transfer informasi laba) menunjukkan adanya *contagion effect*. Adapun Firth (1996) dalam penelitiannya terkait dengan transfer informasi atas pengumuman perubahan dividen juga menunjukkan adanya *contagion effect*. Berdasarkan bukti empiris penelitian Firth (1996), dapat dirumuskan hipotesis:

H2: Terdapat hubungan yang positif antara reaksi pasar perusahaan *nonreporter* dengan pengumuman perubahan dividen perusahaan *reporter*

Faktor-Faktor Penentu Besarnya Transfer Informasi Intra-Industri

Firth (1996) mengungkapkan bahwa besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* pada dasarnya merupakan fungsi dari besarnya *unexpected dividend (dividend surprise)* yang terdapat pada pengumuman perubahan dividen kas perusahaan *reporter*. Secara spesifik, Firth (1996) menemukan bukti empiris bahwa terdapat hubungan yang positif antara tingkat *dividend surprise* (diproksi dengan *cumulative abnormal return*) perusahaan *reporter* dan *cumulative abnormal return* perusahaan *nonreporter*. Hasil ini sesuai dengan argumen Hertzl (1991) serta Erwin dan Miller (1998) dalam Balachandran (2004) yang mengungkapkan bahwa pengumuman *reporter* yang disertai dengan reaksi pasar yang signifikan mempunyai kecenderungan untuk mempengaruhi penilaian investor pada perusahaan *nonreporter* yang berada dalam industri yang sama.

H3: Tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* berpengaruh positif terhadap *abnormal return* perusahaan *nonreporter*

Firth (1996) juga menemukan bahwa perubahan dividen perusahaan *nonreporter* (satu tahun sebelum pengumuman perubahan dividen kas perusahaan *reporter*) berdampak negatif (memperlemah) besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*. Firth menjelaskan bahwa tingkat perubahan dividen perusahaan *nonreporter* yang tinggi (positif atau negatif) mengindikasikan bahwa perusahaan *nonreporter* telah meningkatkan (menurunkan) dividennya di tahun sebelumnya. Lebih lanjut, Firth memberikan argumen bahwa pada kenyataannya perusahaan *reporter* mungkin terlambat mengubah kebijakan dividennya ketika dibandingkan dengan perusahaan *nonreporter* (yang telah mengumumkan perubahan dividen pada periode sebelumnya). Firth menyatakan bahwa ada kemungkinan terjadi *lag* hubungan antara tingkat dividen yang dibagikan perusahaan *reporter* yang

mungkin mengikuti perubahan dividen terakhir yang dilakukan oleh perusahaan *nonreporter*. Adapun perusahaan *nonreporter* mungkin dapat mempengaruhi keputusan pembagian dividen perusahaan *reporter* sehingga efek transfer informasi intra-industri yang terjadi pada perusahaan *nonreporter* akan relatif kecil karena informasi terkait dengan perubahan dividen (dalam arah yang sama) telah diantisipasi pada periode sebelumnya.

H4a: Pengaruh tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* pada *cumulative abnormal return* perusahaan *nonreporter* akan menurun (melemah) seiring dengan semakin tingginya tingkat perubahan dividen perusahaan *nonreporter* pada periode sebelum pengumuman perubahan dividen perusahaan *reporter*.

Terkait dengan pengaruh tingkat korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter*, Firth (1996) menemukan bahwa tingkat korelasi *return* memperbesar (memperkuat) besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*. Firth menyatakan bahwa tingkat korelasi *return* ini menunjukkan tingkat *general comovement* dari *return* saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter*. Peneliti lainnya seperti Lang dan Stulz (1992) serta Erwin dan Miller (1980) dalam Balachandran (2004) juga menggunakan variabel korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter*. Secara spesifik, Balachandran (2004) menjelaskan bahwa tingkat korelasi *return* antara kedua perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*) mungkin menggambarkan kesamaan arus kas dan kesempatan investasi sehingga akan mendorong terjadinya *contagion effect* (searah) terkait dengan arah transfer informasi intra-industri.

H4b: Pengaruh tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* pada *cumulative abnormal return* perusahaan *nonreporter* akan meningkat (menguat) seiring dengan semakin tingginya tingkat korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan saham perusahaan *nonreporter*

Firth (1996) menyatakan bahwa interaksi antara tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* dan status pengumuman dividen perusahaan *nonreporter*⁹ memiliki pengaruh yang negatif pada tingkat transfer informasi intra-industri. Secara spesifik, Firth menyatakan bahwa jika perusahaan *nonreporter* telah mengumumkan dividen atau laba untuk periode yang sama dengan periode pengumuman perubahan dividen dari perusahaan *reporter*, maka besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* akan berkurang karena investor telah mengantisipasi prospek perusahaan *nonreporter* dari informasi pengumuman dividen perusahaan *nonreporter* yang telah diungkapkan terlebih dahulu.

H4c: Pengaruh tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* pada *cumulative abnormal return* perusahaan *nonreporter* akan menurun (melemah) jika perusahaan *nonreporter* sebelumnya telah mengumumkan pembagian dividen pada periode yang sama

Terkait dengan variabel kontrol ukuran perusahaan *reporter*, Firth (1996) memberikan argumen bahwa pengumuman perubahan dividen yang diungkapkan oleh perusahaan besar mungkin lebih merepresentasikan pengaruh kondisi umum dalam industri (*industry-wide influences*) sehingga memiliki kecenderungan untuk mempengaruhi (secara positif) besarnya transfer informasi pada perusahaan *nonreporter*. Secara spesifik, Kohers (1999) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan *reporter* dapat mengindikasikan tingkat pengaruh (*level of influence*), kekuatan (*power*), dan kepemimpinan (*leadership*) perusahaan dalam industrinya. Adapun berkaitan dengan tingkat peluang bertumbuh, Li dan Zhao (2008) memberikan bukti empiris bahwa perusahaan yang memiliki tingkat peluang bertumbuh¹⁰ tinggi cenderung untuk tidak membagikan dividen. Selain tingkat peluang bertumbuh, Li dan Zhao (2008) juga menggunakan variabel kontrol tingkat profitabilitas¹¹ perusahaan dan mengungkapkan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk meningkatkan pembayaran dividen. Variabel kontrol tingkat peluang bertumbuh dan tingkat profitabilitas yang digunakan oleh Li dan Zhao (2008) digunakan untuk mewakili karakteristik perusahaan *nonreporter* dalam penelitian ini.

⁹Terkait dengan apakah perusahaan *nonreporter* telah atau belum mengumumkan pembagian dividen sebelum pengumuman perubahan dividen kas perusahaan *reporter*

¹⁰Li dan Zhao (2008) menggunakan rasio *market value of asset to book value of asset* sebagai proksi atas tingkat peluang bertumbuh perusahaan.

¹¹Li dan Zhao (2008) menggunakan rasio *return on equity* sebagai proksi atas tingkat profitabilitas perusahaan.

4. Faktor-Faktor Penentu Arah Transfer Informasi Intra-Industri

Laux dkk. (1998) menunjukkan bukti empiris bahwa reaksi transfer informasi intra-industri yang berbeda dapat terjadi pada suatu industri yang sama. Lebih lanjut, mereka menyatakan bahwa karakteristik perusahaan *nonreporter* dan perusahaan *reporter* dapat mempengaruhi apakah perusahaan *nonreporter* mengalami efek *contagion* atau efek *competitive*. Secara spesifik, Laux dkk. (1998) menjelaskan bahwa *contagion effect* merupakan hasil atas *return* perusahaan yang disebabkan oleh faktor umum, yaitu tingkat seberapa jauh perusahaan dalam suatu industri menggunakan *input, output*, proses produksi, dan pasar tenaga kerja yang relatif sama. Sementara itu, Laux dkk. menyatakan bahwa dalam persaingan industri yang tidak sempurna (*imperfectly competitive industry*), *contagion effect* atas pengumuman tertentu dari suatu perusahaan dapat diimbangi dengan adanya pergeseran atau perubahan keseimbangan persaingan dalam suatu industri. Tingkat seberapa jauh *competitive effect* dapat menyeimbangkan *contagion effect* dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti: kekuatan relatif pasar dari perusahaan dalam suatu industri, kemampuan pesaing untuk merespon secara efektif pengumuman suatu perusahaan, dan tingkat persaingan dalam suatu industri.

Laux dkk. (1998) menjelaskan bahwa perusahaan *nonreporter (rival)* yang tidak memiliki keunggulan khusus dalam kegiatan operasionalnya seperti: upaya peningkatan (perluasan) loyalitas konsumen, proses produksi yang lebih efisien, reputasi yang kuat, atau paten yang bernilai kurang mampu untuk menghadapi *signal* kondisi industri yang buruk (misalnya pengumuman penurunan dividen) dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lebih kuat (memiliki keunggulan khusus dalam kegiatan operasi). Lebih lanjut, Laux dkk. menyatakan bahwa perusahaan yang tidak memiliki opsi pertumbuhan yang luas atau fleksibilitas kegiatan operasi di masa depan juga tidak siap untuk merespon secara efektif kondisi lingkungan industri yang baru. Secara ringkas, dapat diargumentasikan bahwa perusahaan (*nonreporter*) yang saat ini memiliki kekuatan pasar dan pilihan (opsi) kegiatan operasi di masa depan yang relatif lebih rendah (kecil) dibandingkan perusahaan *reporter* akan mengalami dampak negatif yang paling besar terkait pengumuman negatif yang diungkapkan perusahaan *reporter*, demikian juga pada kondisi sebaliknya¹². Adapun sebagai proksi pengukuran atas tingkat kekuatan pasar serta fleksibilitas kegiatan operasi (peluang bertumbuh) perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*), dalam penelitian ini digunakan variabel-variabel dalam penelitian Laux dkk. (1998), yaitu indeks *herfindahl* dan rasio Tobin's Q (diproksi dengan rasio *market value of asset to book value of asset*¹³) perusahaan.

Terkait dengan konteks pengumuman perubahan dividen kas, maka hipotesis mengenai arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* dirumuskan sebagai berikut:

- H5a:** Pada kasus peningkatan dividen kas, *contagion effect* akan cenderung terjadi ketika tingkat peluang bertumbuh dan tingkat kekuatan pasar perusahaan *nonreporter* lebih besar dibandingkan perusahaan *reporter*
- H5b:** Pada kasus peningkatan dividen kas, *competitive effect* cenderung terjadi ketika tingkat peluang bertumbuh dan tingkat kekuatan pasar perusahaan *nonreporter* lebih kecil dibandingkan perusahaan *reporter*
- H6a:** Pada kasus penurunan dividen kas, *contagion effect* akan cenderung terjadi ketika tingkat peluang bertumbuh dan tingkat kekuatan pasar perusahaan *nonreporter* lebih kecil dibandingkan perusahaan *reporter*
- H6b:** Pada kasus penurunan dividen kas, *competitive effect* cenderung terjadi ketika tingkat peluang bertumbuh dan tingkat kekuatan pasar perusahaan *nonreporter* lebih besar dibandingkan perusahaan *reporter*

Gambar 1 (pada bagian lampiran) memberikan keterangan mengenai hipotesis-hipotesis yang akan diuji. Secara spesifik, gambar 1 memuat variabel-variabel yang digunakan dalam pengujian hipotesis beserta dengan tanda (arah) pengaruh variabel (independen atau moderasi) tersebut pada variabel lainnya (dependen).

3. METODE PENELITIAN

¹²Perusahaan (*nonreporter*) yang memiliki kekuatan pasar dan pilihan (opsi) kegiatan operasi di masa depan yang relatif lebih tinggi (besar) dibandingkan perusahaan *reporter* akan mengalami dampak positif yang paling besar terkait pengumuman positif yang diungkapkan perusahaan *reporter*.

¹³Fama dan French (2001) dalam Li dan Zhao (2008) serta Cai dan Vjih (2007) mendefinisikan *market value of total asset* sebagai nilai kapitalisasi pasar (jumlah saham yang beredar dikali dengan harga penutupan saham pada akhir tahun) ditambah nilai buku total aktiva, kemudian dikurangi dengan nilai buku total ekuitas.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang mengumumkan pembayaran dividen kas selama periode 2001 sampai dengan 2012 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penentuan pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria tertentu yang diberlakukan untuk pengambilan sampel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Untuk perusahaan *reporter*, pengumuman dividen yang digunakan adalah pengumuman dividen tunai/kas (*cash dividend*) dan terdapat perubahan (peningkatan atau penurunan) nilai dividen pada saat pengumuman. Terkait dengan penentuan (klasifikasi) perubahan dividen (kenaikan/penurunan) penelitian ini menggunakan ukuran relatif perubahan dividen yang digunakan dalam penelitian Firth (1996)¹⁴.
2. Pembagian dividen kas yang dilakukan perusahaan *reporter* bukan merupakan pembagian dividen yang pertama kali (*dividend initiation*)
3. Perusahaan *reporter* membagikan dividen kas final
4. Tidak ada perubahan fiskal pada akhir tahun
5. Jumlah perusahaan *reporter* tidak lebih dari 1 dalam *event windows* yang sama atau berdekatan (yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan dividen), baik pada kasus peningkatan dividen maupun pada kasus penurunan dividen.
6. Perusahaan *reporter* dan *nonreporter* tidak mengumumkan informasi lain yang terjadi pada atau di sekitar periode peristiwa (*event period*) yang diteliti, yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman, yang secara material mempengaruhi harga saham perusahaan, seperti pengumuman dividen saham, bonus saham, pengumuman laba, pengumuman *stock split*, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman *right issue*, pengumuman *tender offer*, dan pengumuman keuangan lainnya.
7. Kriteria sampel perusahaan *nonreporter* adalah perusahaan yang terdapat pada kelompok subsektor industri¹⁵ yang sama dan untuk setiap subsektor industrinya memiliki minimal 1 perusahaan *nonreporter* atau lebih.
8. Industri-industri yang memiliki regulasi khusus dari pemerintah seperti industri perbankan dan keuangan (memiliki kode 81 sampai dengan 89), dikeluarkan dari sampel.
9. Perusahaan *reporter* dan *nonreporter* tidak termasuk dalam kelompok subsektor yang memiliki dua *digit* kode akhir berangka 9 (misal 19, 29, dan seterusnya)¹⁶.
10. Baik perusahaan *reporter* maupun *nonreporter* memiliki data keuangan yang diperlukan dalam penelitian ini.

Keterangan: poin 6 sampai dengan 10 diberlakukan untuk perusahaan *nonreporter* sedangkan poin 1 sampai dengan 10 diberlakukan untuk semua perusahaan *reporter*.

Variabel dan proksi yang digunakan dalam model ini dirangkum dalam tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1 Definisi Operasional dan Proksi Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Definisi	Proksi
<i>Actual Return</i> (R)	Selisih harga relatif antara harga saham perusahaan sekarang dan harga saham perusahaan periode (hari) sebelumnya	$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$
<i>Expected Return</i> (E(R))	<i>Return</i> yang diharapkan atas saham perusahaan (menggunakan <i>market model</i>)	$E(R_{it}) = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$
<i>Abnormal Return</i> (AR)	Selisih antara <i>actual return</i> dan <i>expected return</i> (menggunakan <i>market model</i>)	$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$

¹⁴Firth dalam penelitiannya menggunakan selisih antara tingkat dividen aktual yang dibagikan perusahaan *reporter* dan tingkat dividen yang diekspektasikan oleh investor, dibagi dengan harga saham perusahaan *reporter* pada hari ke-6 sebelum (t_0) pengumuman perubahan dividen

¹⁵Terkait dengan penentuan subsektor, penelitian ini mengacu pada dua *digit* kode klasifikasi yang ditentukan berdasarkan *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA). Adapun klasifikasi subsektor industri berdasarkan dua *digit* kode JASICA terdapat pada *IDX Fact Book* tahunan yang disediakan oleh *Indonesia Stock Exchange* (IDX).

¹⁶Perusahaan yang termasuk dalam subsektor industri ini belum terklasifikasi secara spesifik (termasuk dalam kategori *others* dalam industrinya) sehingga dikhawatirkan akan mempengaruhi hasil analisis karena perusahaan yang termasuk dalam subsektor (kelompok) ini mungkin memiliki karakteristik kondisi lingkungan dan kegiatan operasi yang relatif berbeda

Variabel	Definisi	Proksi
<i>Cumulative Abnormal Return</i> (CAR)	Penjumlahan (kumulatif) <i>abnormal return</i> perusahaan dari hari ke hari.	$CAR_{it} = \sum_{t=-5}^{t=+5} AR_{it}$
<i>Relative Dividend Change</i> (RELDIV _j)	Selisih nilai dividen kas relatif perusahaan antara tahun sekarang dengan tahun sebelumnya	$RELDIV_{jt} = \left(\frac{D_{jt} - E(D_{jt})}{SP_{jt-6}} \right) \times 100$
<i>Dividend Surprise</i> Perusahaan (CAR _j)	Reaksi pasar (investor) atas perbedaan antara nilai dividen kas (aktual) yang dibagikan perusahaan dengan nilai dividen kas yang diharapkan investor	$CAR_j = \sum_{t=-1}^{t=0} AR_{jt}^{17}$
Perubahan Dividen Perusahaan (DIV _i)	Selisih nilai dividen kas relatif perusahaan <i>nonreporter</i> antara tahun sekarang dengan tahun sebelumnya, sebelum periode pengumuman perubahan dividen kas perusahaan <i>reporter</i> .	$DIV_i = \left(\frac{D_{it} - D_{it-1}}{D_{it-1}} \right) \times 100$
Korelasi Return Saham Perusahaan <i>Reporter</i> dan <i>Nonreporter</i> (KOR _{ij})	Tingkat hubungan (asosiasi) atas pergerakan <i>return</i> saham perusahaan <i>reporter</i> dan <i>return</i> saham perusahaan <i>nonreporter</i> dalam suatu subsektor industri.	Tingkat korelasi <i>return</i> saham pada periode t-60 sampai dengan t-6 ¹⁸
Status Pengumuman Dividen Perusahaan <i>Nonreporter</i> (STATUS _i)	Kondisi terkait apakah perusahaan <i>nonreporter</i> telah atau belum mengumumkan pembagian dividen kas sebelum perusahaan <i>reporter</i> mengumumkan perubahan dividen kas.	Variabel dummy, jika: telah mengumumkan dividen = 1 dan belum mengumumkan dividen = 0
Ukuran Perusahaan <i>Reporter</i> (SIZE _j)	Besarnya kekayaan perusahaan yang tercermin dari nilai kapitalisasi pasar (diperoleh dari hasil perkalian antara jumlah saham yang beredar dan harga pasar saham) yang dimiliki oleh perusahaan <i>reporter</i>	Logaritma natural dari nilai kapitalisasi pasar perusahaan <i>reporter</i>
<i>Market Value of Asset to Book Value of Asset</i> Perusahaan <i>Nonreporter</i> (MB _i)	Ukuran peluang bertumbuh perusahaan <i>nonreporter</i> yang diperoleh dari perbandingan antara nilai pasar aktiva dan nilai buku aktiva (pada neraca laporan keuangan) perusahaan <i>nonreporter</i> .	$M/B_i = \frac{\text{marketvalueofassets}}{\text{bookvalueofassets}}$
<i>Return on Equity</i> Perusahaan <i>Nonreporter</i> (ROE _i)	Ukuran tingkat pengembalian (<i>return</i>) atas seluruh modal (ekuitas) yang dimiliki oleh perusahaan <i>nonreporter</i>	$ROE_i = \frac{\text{netincome}}{\text{totalequity}}$
Indeks <i>Herfindahl</i> Perusahaan (<i>reporter</i> dan <i>nonreporter</i>)	Ukuran tingkat konsentrasi (kekuatan pasar) perusahaan yang diperoleh dari hasil kuadrat atas pangsa pasar (<i>market share</i>) perusahaan	${}^{19}HI_i = (MS_i)^2$

Sumber: berbagai artikel diolah

Terkait dengan pengukuran variabel-variabel keuangan seperti *market value of asset to book value of asset*, *return on equity*, nilai kapitalisasi pasar perusahaan, dan indeks *herfindahl* perusahaan, penelitian ini menggunakan data keuangan perusahaan pada akhir tahun sebelum pengumuman perubahan kas perusahaan *reporter*.

Penelitian ini memiliki 2 tahap (proses) analisis yang digunakan untuk pengujian reaksi pasar atas pengumuman perubahan (kenaikan dan penurunan) dividen kas (menggunakan pendekatan *event study*) dan pengujian variabel-variabel yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* (menggunakan pendekatan analisis regresi berganda). Pengujian *event study* dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *market model* pada artikel Henderson (1990) serta penelitian Brown dan Warner (1985). Periode jendela yang digunakan dalam penelitian ini adalah 11 hari, yaitu 5 hari sebelum (t-1 sampai dengan t-5), saat (t0), dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman (t+1 sampai dengan t+5). Adapun periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 100 hari (t-105 sampai dengan t-6)²⁰.

¹⁷*Cumulative abnormal return* diperoleh dengan menjumlahkan *abnormal return* pada periode t-1 dan t0 hari pengumuman. Adapun perhitungan *cumulative abnormal return* juga diberlakukan pada perusahaan *nonreporter* sebagai proksi atas besarnya transfer informasi intra-industri

¹⁸ Diolah dengan menggunakan program excel

¹⁹ Indeks *Herfindahl* dalam penelitian ini disesuaikan dalam konteks tingkat konsentrasi perusahaan

²⁰Tandelilin (2010, hal. 581, catatan kaki nomor 25) mengemukakan bahwa pada kasus pengujian *event study*, idealnya jumlah sampel minimum adalah 30 perusahaan dengan periode estimasi 100 hari hingga 200 hari observasi.

Terkait dengan pengujian variabel-variabel yang mempengaruhi besar serta arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*, dalam penelitian ini digunakan model regresi²¹ pada penelitian Firth (1996) yang disesuaikan dengan beberapa variabel kontrol dalam penelitian Li dan Zhao (2008) sebagai berikut:

$$CAR_i = \alpha_0 + \beta_1 CAR_j + \beta_2 CAR_j DIV_i + \beta_3 CAR_j KOR_{ij} + \beta_4 CAR_j STATUS_i + \beta_5 SIZE_j + \beta_6 MB_i + \beta_7 ROE_i + e_i^{22}$$

dimana:

- α_0 = konstanta
- β_1 = koefisien variabel bebas
- β_{2-4} = koefisien variabel moderasi
- β_{5-7} = koefisien variabel kontrol
- e_i = *error term* ke-i

Keputusan untuk menerima atau menolak hipotesis berdasarkan pada kesesuaian tanda antara parameter hasil empiris dengan hipotesis penelitian. Adapun signifikansi koefisien variabel berdasarkan pada probabilitas pada tingkat 10%, 5%, dan 1%. Hipotesis diterima dan signifikan jika tanda sesuai dan probabilitas signifikansi $< \alpha$ (10%, 5%, dan 1%).

4. ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang mengumumkan dividen kas dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2012. Jumlah observasi dalam populasi penelitian ini adalah 1.983 observasi pengumuman dividen kas (*database* Kustodian Sentral Efek Indonesia). Jumlah sampel akhir dalam penelitian ini adalah 200 observasi pengumuman peningkatan dividen kas dan 93 observasi pengumuman penurunan dividen kas. Adapun jumlah sampel akhir pada perusahaan *nonreporter* adalah 541 observasi pengumuman peningkatan dividen kas dan 199 observasi pengumuman penurunan dividen kas²³.

2. Beta Saham

Rata-rata beta saham yang diestimasi dengan menggunakan analisis regresi atas *return* saham harian perusahaan dan *return* harian pasar (pendekatan *ordinary least square*) disajikan pada tabel 2. Rata-rata nilai beta perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*) pada kasus peningkatan dan penurunan dividen kas adalah 0,5818 dan 0,6665. Rata-rata nilai beta sekuritas yang lebih tinggi pada kasus penurunan dividen kas mengindikasikan bahwa rata-rata saham perusahaan lebih sensitif terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan. Hal ini mungkin berkaitan dengan meningkatnya sensitivitas investor pada kasus penurunan dividen kas (Kalay (1980) dan Warther (1994) dalam Laux dkk. (1998)).

3. Pengujian Reaksi Pasar pada Perusahaan *Reporter* dan *Nonreporter*

1. Peningkatan Dividen Kas

Berdasarkan hasil pengujian signifikansi reaksi pasar atas pengumuman peningkatan dividen kas pada tabel 3, terlihat bahwa terdapat reaksi pasar yang positif (signifikan) pada perusahaan *reporter* dan *nonreporter*. Reaksi positif (signifikan) pada perusahaan *reporter* terjadi pada t-1, t0, t+2, t+4, dan t+5, sedangkan reaksi positif (signifikan) pada perusahaan *nonreporter* terjadi pada t0. Hasil ini sejalan dengan *dividend signaling theory* dan bukti empiris yang terdapat pada hasil penelitian Firth (1996), Yusnitasari (2003), dan Misir (2010). Adanya reaksi positif (signifikan) pada saham perusahaan *nonreporter* mengindikasikan bahwa terdapat transfer informasi intra-industri yang searah (*contagion*). Adapun reaksi negatif (signifikan) pada saham perusahaan *nonreporter* pada t-5 mengindikasikan adanya faktor yang tidak terjelaskan terkait reaksi pasar sebelum pengumuman peningkatan dividen kas. Alternatif penjelasan lainnya terkait adanya anomali ini adalah bahwa kemungkinan terjadi transfer informasi intra-industri yang beragam (*contagion* dan *competitive*) pada perusahaan *nonreporter*. Pembuktian atas dugaan ini akan dianalisis lebih lanjut pada pengujian hipotesis 5a dan 5b.

²¹Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi secara *cross-sectional* sebagaimana yang digunakan dalam penelitian Firth (1996), Kohers (1999), serta Balachandran dkk. (2004).

²²Simbol i digunakan untuk perusahaan *nonreporter* sedangkan simbol j digunakan untuk perusahaan *reporter*. Keterangan variabel-variabel pada model regresi telah dijelaskan dalam tabel 1.

²³Pada tahapan pengujian signifikansi reaksi pasar perusahaan *nonreporter*, dilakukan pembentukan portofolio perusahaan *nonreporter* berdasarkan setiap kasus (observasi) pengumuman perubahan dividen kas perusahaan *reporter*.

Tabel 2 Rata-Rata Beta Saham Perusahaan

Keterangan	Peningkatan Dividen		Penurunan Dividen	
	Reporter	Nonreporter	Reporter	Nonreporter
Rata-Rata Nilai Beta	0,5854	0,5783	0,7112	0,6219
	0,5818		0,6665	

2. Penurunan Dividen Kas

Berdasarkan hasil pengujian signifikansi reaksi pasar atas pengumuman penurunan dividen kas pada tabel 4, terlihat bahwa tidak terdapat reaksi pasar yang negatif (signifikan) pada saham perusahaan *reporter*. Hal ini mungkin terkait dengan relatif kecilnya tingkat penurunan dividen kas perusahaan *reporter* pada kasus penurunan dividen kas. Lebih lanjut, dalam proses pemilihan sampel, penelitian ini tidak menggunakan batasan minimal tingkat perubahan (peningkatan dan penurunan) dividen kas²⁴. Meskipun tidak terdapat reaksi negatif (signifikan) pada perusahaan *reporter*, tabel 4 menunjukkan bahwa terdapat reaksi negatif (signifikan) pada perusahaan *nonreporter* pada t-5, t-1, t+1, t+3, t+4, dan t+5²⁵. Hasil ini sejalan dengan *dividend signaling theory* dan bukti empiris yang terdapat pada hasil penelitian Firth (1996) dan Misir (2010). Adanya reaksi negatif (signifikan) pada saham perusahaan *nonreporter* mengindikasikan bahwa terdapat transfer informasi intra-industri yang searah (*contagion*).

Keberadaan reaksi negatif (signifikan) yang konsisten pada saham perusahaan *nonreporter* mengindikasikan bahwa kemungkinan terjadinya perbedaan reaksi (arah) transfer informasi intra-industri pada pengumuman penurunan dividen kas relatif kecil. Adapun pembuktian atas dugaan ini akan dianalisis lebih lanjut pada pengujian hipotesis 6a dan 6b. Secara keseluruhan, mempertimbangkan hasil pengujian signifikansi reaksi pasar pada perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*), baik pada kasus peningkatan maupun penurunan dividen kas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 dalam penelitian ini hanya diterima sebagian sedangkan hipotesis 2 dalam penelitian ini diterima.

Tabel 3 Rata-Rata *Abnormal Return* Kumulatif pada Saham Perusahaan *Reporter* dan *Nonreporter*: Pengumuman Peningkatan Dividen Kas

Periode	Perusahaan			
	<i>Reporter</i>		<i>Nonreporter</i>	
	ACARt	t hitung	ACARt	t hitung
t-5	-0,0204	-0,2891	-0,1393	-1,9699**
t-4	-0,0655	-0,6551	-0,0688	-0,6884
t-3	0,0074	0,0607	0,0134	0,1092
t-2	0,0723	0,5111	0,1046	0,7395
t-1	0,2336	1,4775*	0,1672	1,0572
t0	0,3423	1,9761**	0,2604	1,5034*
t+1	0,1410	0,7537	0,2191	1,1711
t+2	0,2620	1,3100*	0,2533	1,2664
t+3	0,2378	1,1212	0,1242	0,5855
t+4	0,4186	1,8719**	0,1301	0,5819
t+5	0,5558	2,3698***	0,2365	1,0084

²⁴Firth (1996) menggunakan batasan minimal 10% (-10%) sedangkan Laux dkk.(1998) menggunakan batasan minimal 25% (-25%) terkait dengan tingkat perubahan dividen kas perusahaan *reporter*.Firth menyatakan bahwa batasan ini digunakan untuk menghindari adanya pengumuman perubahan dividen kas yang memiliki kandungan informasi (*dividend surprise*) relatif kecil.

²⁵Reaksi pasar pada perusahaan *nonreporter* atas pengumuman penurunan dividen kas relatif lebih besar daripada reaksi pasar atas pengumuman peningkatan dividen kas.Hasil ini sesuai dengan argumen Kalay (1980) dan Warther (1994) dalam Laux dkk. (1998)

Tabel 4 Rata-Rata Abnormal Return Kumulatif pada Saham Perusahaan Reporter dan Nonreporter: Pengumuman Penurunan Dividen Kas

Periode	Perusahaan			
	Reporter		Nonreporter	
	ACAR _t	t hitung	ACAR _t	t hitung
t-5	0,0921	0,8885	-0,1740	-1,6784**
t-4	-0,0651	-0,4436	-0,1442	-0,9830
t-3	-0,1422	-0,7916	-0,0593	-0,33
t-2	0,0480	0,2313	-0,1223	-0,5897
t-1	0,0704	0,3036	-0,4019	-1,7334**
t0	0,1107	0,4360	-0,3117	-1,2270
t+1	0,0916	0,3341	-0,4068	-1,4827*
t+2	0,1209	0,4123	-0,3144	-1,0720
t+3	0,3099	0,9962	-0,4711	-1,5143*
t+4	0,2164	0,6600	-0,5464	-1,6662**
t+5	0,2039	0,5929	-0,4685	-1,3622*

4. Pengujian Variabel-Variabel Penentu Besarnya Transfer Informasi Intra-Industri

1. Peningkatan Dividen Kas

Berdasarkan tabel 5 dapat dilihat bahwa variabel yang signifikan mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* (CAR_i) atas pengumuman peningkatan dividen kas perusahaan *reporter* adalah *dividend surprise* perusahaan *reporter* (CAR_j), tingkat perubahan dividen kas perusahaan *nonreporter* pada periode sebelum pengumuman (DIV_i), dan tingkat korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter* (KOR_{ij}). Secara spesifik, *dividend surprise* perusahaan *reporter* berpengaruh positif pada besarnya *abnormal return* kumulatif perusahaan *nonreporter*. Lebih lanjut, terkait dengan variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini, hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel perubahan dividen perusahaan *nonreporter* pada periode sebelum pengumuman memperlemah besarnya pengaruh *dividend surprise* perusahaan *reporter* terhadap *abnormal return* kumulatif perusahaan *nonreporter*, sedangkan variabel korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter* memperkuat besarnya pengaruh *dividend surprise* perusahaan *reporter* terhadap *abnormal return* kumulatif perusahaan *nonreporter*. Hasil penelitian ini relatif sama dengan hasil penelitian Firth (1996), namun bertentangan dengan hasil penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Wilopo (2001). Lebih lanjut, hasil penelitian ini tetap konsisten meskipun dalam model regresi Firth (1996) ditambahkan variabel kontrol tingkat peluang bertumbuh (MB_i) dan tingkat profitabilitas (ROE_i) perusahaan *nonreporter*.

Tabel 5 Hasil Pengujian Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Besarnya Transfer Informasi Intra-Industri pada Pengumuman Peningkatan Dividen Kas

Panel A: Model Regresi Firth (1996)					
	Koefisien	T Statistik	F	Sig.	R ²
Konstanta	0,000569	0,040123		0,9680	
CAR _j	0,157333	2,258480		0,0243**	
CAR _j DIV _i	-2,683714	-2,624446		0,0089***	
CAR _j KOR _{ij}	0,524806	1,706909		0,0884*	
CAR _j STATUS _i	0,012611	0,125026		0,9005	
SIZE _j	0,000191	0,191684		0,8481	
Model			5,456802	0,000066	0,048524
Panel B: Model Regresi Firth (1996) dengan Penambahan Variabel Kontrol atas Karakteristik Perusahaan Nonreporter					
	Koefisien	T Statistik	F	Sig.	R ²
Konstanta	0,000285	0,020077		0,9840	
CAR _j	0,159436	2,284683		0,0227**	
CAR _j DIV _i	-2,659715	-2,597261		0,0097***	
CAR _j KOR _{ij}	0,512650	1,663328		0,0968*	

Panel B: Model Regresi Firth (1996) dengan Penambahan Variabel Kontrol atas Karakteristik Perusahaan <i>Nonreporter</i>					
	Koefisien	T Statistik	F	Sig.	R ²
CARjSTATUSi	0,013564	0,134054		0,8934	
SIZEj	0,0000722	0,071682		0,9429	
MBi	0,000000571	0,532868		0,5943	
ROEi	0,009705	0,739708		0,4598	
Model			4,007577	0,00275	0,050001

2. Penurunan Dividen Kas

Sementara itu, berdasarkan tabel 6 terlihat bahwa hanya variabel *dividend surprise* perusahaan *reporter* (CARj) dan ukuran perusahaan *reporter* (SIZEj) yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter* (CARI). Secara spesifik, variabel *dividend surprise* perusahaan *reporter* (CARj) dan ukuran perusahaan *reporter* (SIZEj) berpengaruh positif (memperbesar reaksi negatif) pada besarnya *abnormal return* kumulatif perusahaan *nonreporter*. Semua variabel moderasi dalam model penelitian Firth (1996), pada kasus penurunan dividen kas tidak memoderasi (memperkuat atau memperlemah) besarnya pengaruh *dividend surprise* perusahaan *reporter* terhadap *abnormal return* kumulatif perusahaan *nonreporter*. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Firth (1996), namun sesuai dengan hasil penelitian Wilopo (2001). Tidak signifikannya semua variabel moderasi mengindikasikan bahwa peran variabel *dividend surprise* perusahaan *reporter* (pada pengumuman penurunan dividen kas) sangat dominan dalam mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*. Hal ini mungkin berhubungan dengan besarnya kandungan informasi pada pengumuman penurunan dividen kas, sebagaimana yang diargumenkan oleh Kalay (1980) dan Warther (1994) dalam Laux dkk. (1998).

Lebih lanjut, tidak signifikan dan berbedanya arah koefisien variabel moderasi perubahan dividen kas perusahaan *nonreporter* pada periode sebelum pengumuman penurunan dividen kas mungkin disebabkan oleh relatif rendahnya tingkat perubahan dividen kas perusahaan *nonreporter* di masa lalu dan kecenderungan arah perubahan dividen kas perusahaan *nonreporter* yang menunjukkan arah positif (peningkatan). Hal ini mungkin menjelaskan bahwa pengumuman penurunan dividen kas perusahaan *reporter* tidak terantisipasi pada kebijakan perubahan dividen kas perusahaan *nonreporter* di masa lalu sehingga menyebabkan relatif besarnya transfer informasi negatif pada perusahaan *nonreporter*.

Sementara itu, tidak signifikan dan berbedanya arah koefisien variabel moderasi korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter*, mungkin berkaitan dengan rendahnya tingkat korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter*. Tingkat korelasi *return* yang relatif rendah dapat menyebabkan tidak terjadinya *comovement* antara reaksi pasar pada saham perusahaan *reporter* dan *nonreporter* sehingga cenderung mengurangi besarnya transfer informasi intra-industri negatif pada perusahaan *nonreporter*.

Secara keseluruhan, berdasarkan hasil pengujian variabel-variabel yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri pada pengumuman perubahan (peningkatan dan penurunan) dividen kas dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 (pengujian variabel independen) pada penelitian ini diterima. Sementara itu, hasil pengujian pada variabel moderasi menunjukkan bahwa hipotesis 4a dan 4b hanya diterima sebagian, sedangkan hipotesis 4c ditolak.

Tabel 6 Hasil Pengujian Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Besarnya Transfer Informasi Intra-Industri pada Pengumuman Penurunan Dividen Kas

Panel A: Model Regresi Firth (1996)					
	Koefisien	T Statistik	F	Sig.	R ²
Konstanta	-0,039060	-2,352942		0,0196**	
CARj	0,169663	2,090222		0,0379**	
CARjDIVi	0,552437	1,291314		0,1981	
CARjKORij	-0,515052	-1,186060		0,2371	
CARjSTATUSi	-0,017239	-0,153846		0,8779	
SIZEj	0,002632	2,099929		0,0370**	
Model			3,312452	0,006810	0,079033
Panel B: Model Regresi Firth (1996) dengan Penambahan Variabel Kontrol atas Karakteristik Perusahaan <i>Nonreporter</i>					
	Koefisien	T Statistik	F	Sig.	R ²
Konstanta	-0,041995	-2,490615		0,0136**	
CARj	0,171050	2,097586		0,0373**	
CARjDIVi	0,513789	1,193643		0,2341	
CARjKORij	-0,537779	-1,229172		0,2205	

CAR _j STATUS _i	-0,020295	-0,180614		0,8569	
SIZE _j	0,003027	2,291407		0,0230**	
MB _i	0,000000716	0,552034		0,5816	
ROE _i	-0,019151	-0,954270		0,3412	
Model			2,521890	0,016744	0,084606

5. Pengujian Arah Transfer Informasi Intra-Industri

1. Peningkatan Dividen Kas

Tabel 7 menunjukkan hasil pengujian terkait keberadaan *contagion effect* dan *competitive effect* pada pengumuman peningkatan dividen kas yang didasarkan pada perbandingan antara tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh perusahaan *nonreporter* dan *reporter*. Secara spesifik, tabel 7 menunjukkan bahwa tidak terdapat *contagion effect* pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh lebih besar daripada perusahaan *reporter* sedangkan *competitive effect* ditemukan terjadi pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh lebih kecil daripada perusahaan *reporter*. Hanya sebagian dari hasil pengujian ini yang sesuai dengan hasil penelitian Laux dkk. (1998) serta Misir (2010), yaitu terdukungnya *competitive effect*.

Tidak terdukungnya *contagion effect* pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh lebih besar daripada perusahaan *reporter* mungkin sesuai dengan argumen Li dan Zhao (2008) serta DeAngelo dkk. (2006). Secara spesifik, Li dan Zhao serta DeAngelo dkk. (2006) berargumen bahwa perusahaan yang cenderung memiliki kas yang cukup (besar) dan tingkat peluang bertumbuh yang relatif rendah cenderung untuk membagikan (bahkan meningkatkan dividen kas) dikarenakan berkurangnya kegiatan investasi (ekspansi) perusahaan.

Terkait dengan argumen Li dan Zhao (2008) serta DeAngelo (2006), dapat ditarik suatu dugaan bahwa perusahaan *nonreporter* yang memiliki peluang bertumbuh (dan memiliki kekuatan pasar) relatif tinggi cenderung untuk mempertahankan (bahkan mengurangi tingkat pembayaran dividen kas) sehingga pasar cenderung tidak melakukan ekstrapolasi informasi peningkatan dividen kas dari perusahaan *reporter*.

2. Penurunan Dividen Kas

Tabel 8 menunjukkan hasil pengujian terkait keberadaan *contagion effect* dan *competitive effect* pada pengumuman penurunan dividen kas. Secara spesifik, tabel 8 menunjukkan bahwa terdapat *contagion effect* pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh lebih kecil daripada perusahaan *reporter* sedangkan *competitive effect* tidak ditemukan pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh lebih besar daripada perusahaan *reporter*. Hanya sebagian dari hasil pengujian ini yang sesuai dengan hasil penelitian Laux dkk. (1998) serta Misir (2010), yaitu terdukungnya *contagion effect*.

Tidak terdukungnya *competitive effect* pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki tingkat kekuatan pasar dan tingkat peluang bertumbuh lebih besar daripada perusahaan *reporter* mungkin sesuai dengan argumen Li dan Zhao (2008) serta DeAngelo dkk. (2006). Secara spesifik, Li dan Zhao (2008) serta DeAngelo dkk. (2006) berargumen bahwa perusahaan yang cenderung memiliki kas yang cukup (besar) dan tingkat peluang bertumbuh yang relatif rendah cenderung untuk membagikan (bahkan meningkatkan dividen kas) dikarenakan berkurangnya kegiatan investasi (ekspansi) perusahaan. Terkait dengan argumen Li dan Zhao (2008) serta DeAngelo dkk. (2006), dapat ditarik suatu dugaan bahwa perusahaan *nonreporter* yang memiliki peluang bertumbuh (dan memiliki kekuatan pasar) relatif tinggi cenderung untuk mempertahankan (bahkan mengurangi tingkat pembayaran dividen kas) sehingga pasar cenderung melakukan ekstrapolasi informasi penurunan dividen kas dari perusahaan *reporter*, yang pada akhirnya berakibat pada terjadinya reaksi pasar yang negatif pada perusahaan *nonreporter* (yang memiliki tingkat peluang bertumbuh relatif tinggi).

6. Robustness Check

Penelitian ini menggunakan *robustness check* terkait dengan isu pemilihan pendekatan pengujian signifikansi reaksi pasar pada perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*). Secara spesifik, penelitian ini juga menggunakan pendekatan *average abnormal return* (AAR) untuk menguji konsistensi hasil pengujian signifikansi reaksi pasar pada hipotesis 1, 2, 5a, 5b, 6a, dan 6b. Secara umum, hasil pengujian *robustness check* ini menunjukkan hasil yang sama dengan pengujian reaksi pasar menggunakan pendekatan *cumulative abnormal return* (CAR). Adapun perbedaan terlihat pada lebih beragamnya hasil pengujian reaksi pasar dengan menggunakan pendekatan AAR dimana relatif ditemukan reaksi yang positif (signifikan) dan negatif (signifikan) (muncul bersamaan) baik pada pengumuman peningkatan maupun penurunan dividen kas perusahaan *reporter*. Namun, apabila hasil

pengujian reaksi pasar difokuskan pada hari di sekitar pengumuman (t-1, t0, dan t+1) maka ditemukan hasil penelitian yang relatif konsisten dengan pengujian menggunakan pendekatan CAR. Hasil pengujian signifikansi reaksi pasar dengan menggunakan pendekatan AAR tidak disajikan dalam artikel ini namun dapat diberikan apabila terdapat permintaan dari pembaca.

Tabel 7 Hasil Pengujian *Contagion Effect* dan *Competitive Effect* pada Pengumuman Peningkatan Dividen Kas

Periode	<i>Nonreporter</i>			
	<i>Contagion Effect</i>		<i>Competitive Effect</i>	
	t hitung	ACARt	t hitung	ACARt
t-5	-0,0183	-0,2114	-0,1406	-1,4474*
t-4	-0,0927	-0,7591	-0,0804	-0,5856
t-3	-0,1097	-0,7330	0,0097	0,0575
t-2	-0,0466	-0,2700	-0,0731	-0,3765
t-1	-0,0254	-0,1313	-0,2027	-0,9334
t0	0,0988	0,4671	-0,0698	-0,2934
t+1	0,2053	0,8981	-0,2950	-1,1479
t+2	0,2014	0,8242	-0,2485	-0,9045
t+3	0,0582	0,2245	-0,2333	-0,8005
t+4	-0,0568	-0,2078	-0,1104	-0,3593
t+5	0,1466	0,5117	-0,0263	-0,0816

Tabel 8 Hasil Pengujian *Contagion Effect* dan *Competitive Effect* pada Pengumuman Penurunan Dividen Kas

Periode	<i>Nonreporter</i>			
	<i>Contagion Effect</i>		<i>Competitive Effect</i>	
	t hitung	ACARt	t hitung	ACARt
t-5	-0,2284	-1,2718	-0,1351	-0,9460
t-4	-0,3315	-1,310*	-0,1088	-0,5387
t-3	-0,1098	-0,3531	-0,2792	-1,1283
t-2	-0,2773	-0,7720	-0,0629	-0,2200
t-1	-0,1931	-0,4809	-0,6640	-2,0785**
t0	0,1143	0,2597	-0,7735	-2,2103**
t+1	-0,0225	-0,0474	-0,9419	-2,4920***
t+2	-0,0392	-0,0772	-0,9576	-2,3698**
t+3	-0,3522	-0,6536	-1,1326	-2,6427***
Periode	<i>Nonreporter</i>			
	<i>Contagion Effect</i>		<i>Competitive Effect</i>	
	t hitung	ACARt	t hitung	ACARt
t+4	-0,5023	-0,8844	-1,1451	-2,5348***
t+5	-0,3294	-0,5531	-1,0508	-2,2177**

5. SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI PENELITIAN

1. Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis penelitian terkait dengan reaksi pasar pada perusahaan *reporter* dan *nonreporter* atas pengumuman perubahan (peningkatan dan penurunan) dividen kas perusahaan *reporter* selama periode 2001-2012, variabel-variabel yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri, dan pengujian perbedaan arah transfer informasi intra-industri, dapat disimpulkan bahwa:

1. Terdapat reaksi pasar yang positif pada saham perusahaan *reporter* di sekitar periode t-1, t0, t+2, t+4, dan t+5 pengumuman peningkatan dividen kas. Adapun reaksi positif ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* kumulatif yang positif dan signifikan secara statistik di sekitar periode t-1, t0, t+2, t+4, dan t+5 pengumuman. Hasil penelitian ini sejalan dengan *dividen signaling theory* yang mengungkapkan bahwa pengumuman peningkatan dividen yang dilakukan oleh perusahaan memiliki kandungan informasi yang positif terkait dengan keyakinan manajemen perusahaan atas prospek (perkembangan) perusahaan di masa depan.
2. Pada kasus pengumuman penurunan dividen kas, perusahaan *reporter* tidak mendapatkan reaksi pasar yang negatif (signifikan).
3. Terdapat transfer informasi intra-industri yang searah (*contagion*) pada perusahaan *nonreporter*, baik pada kasus pengumuman peningkatan maupun penurunan dividen kas perusahaan *reporter*.
4. Terkait dengan pengujian variabel independen yang mempengaruhi besarnya transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*, baik pada kasus pengumuman peningkatan maupun penurunan dividen kas perusahaan *reporter*, diperoleh hasil bahwa variabel tingkat *dividend surprise* perusahaan *reporter* (CARj) berpengaruh positif terhadap tingkat transfer informasi intra-industri pada perusahaan *nonreporter*.
5. Pengujian terhadap variabel yang memoderasi (memperkuat atau memperlemah) pengaruh *dividend surprise* perusahaan *reporter* terhadap *abnormal return* kumulatif (transfer informasi) perusahaan *nonreporter* menunjukkan bahwa pada kasus peningkatan dividen kas, variabel perubahan dividen kas perusahaan *nonreporter* di masa lalu (DIVi) memperlemah transfer informasi positif yang terjadi pada perusahaan *nonreporter*. Lebih lanjut, variabel korelasi *return* antara saham perusahaan *reporter* dan saham perusahaan *nonreporter* sebelum pengumuman peningkatan dividen kas (KORij) ditemukan memperkuat transfer informasi positif yang terjadi pada perusahaan *nonreporter*. Sementara itu, variabel status pengumuman dividen perusahaan *nonreporter* sebelum pengumuman perubahan dividen kas perusahaan *reporter* (STATUSi) tidak signifikan memoderasi pengaruh *dividend surprise* perusahaan *reporter* terhadap *abnormal return* kumulatif perusahaan *nonreporter*. Adapun berkaitan dengan pengujian pada pengumuman penurunan dividen kas, semua variabel moderasi (DIVi, KORij, dan

STATUSi) tidak ditemukan signifikan secara statistik memoderasi (memperkuat atau memperlemah) pengaruh *dividend surprise* perusahaan *reporter* terhadap transfer informasi negatif pada perusahaan *nonreporter*.

6. Terdapat *competitive effect* pada kasus peningkatan dividen kas perusahaan *reporter* yang terjadi ketika perusahaan *nonreporter* memiliki peluang bertumbuh dan kekuatan pasar yang lebih kecil daripada perusahaan *reporter*. Sementara itu, pengujian terkait dengan keberadaan *contagion effect* tidak menemukan adanya reaksi positif (signifikan) pada saham perusahaan *nonreporter* yang memiliki peluang bertumbuh dan kekuatan pasar yang lebih besar daripada perusahaan *reporter*.
7. Pada kasus penurunan dividen kas perusahaan *reporter*, tidak ditemukan adanya *competitive effect* pada saham perusahaan *nonreporter* (cenderung terjadi *contagion effect*).

2. Keterbatasan Penelitian

Terkait dengan pengujian *event study*, penelitian ini tidak menggunakan beta koreksi. Beberapa peneliti menyatakan bahwa dalam mengestimasi beta suatu perusahaan yang termasuk dalam pasar modal berkembang, perlu digunakan beta koreksi untuk menghindari adanya gangguan akibat perdagangan tipis (*thin trading*) yang dapat menyebabkan estimasi beta menjadi bias. Terkait dengan hal ini, penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan beta koreksi (khususnya pengujian pada pasar modal berkembang).

Lebih lanjut, penelitian ini menggunakan periode jendela yang cukup pendek terkait dengan pengujian *event study*. Beberapa penelitian *event study* pada pengumuman dividen umumnya menggunakan periode jendela 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan kemampuan penelitian dalam mengobservasi kemungkinan terjadinya reaksi sebelum dan setelah pengumuman perubahan dividen kas. Berdasarkan hal ini, disarankan bahwa penelitian selanjutnya sebaiknya memperpanjang periode jendela menjadi 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman.

Penelitian ini tidak menggunakan pendekatan alternatif (*selain naive model*²⁶) untuk mengestimasi tingkat dividen kas yang diharapkan investor. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan beberapa pendekatan lainnya seperti Lintner (1956), Yulita (2009), Lonkani dan Ratchusanti (2007), serta Andres dkk. (2011) untuk mengestimasi dividen kas yang diharapkan investor. Secara spesifik Lintner (1956) menemukan bukti empiris bahwa kebijakan dividen perusahaan merupakan fungsi dari laba dan kebijakan dividen perusahaan di masa lalu. Sementara itu, Lonkani dan Ratchusanti (2007) serta Andres dkk (2011) menemukan bukti empiris bahwa *dividend surprise* (membandingkan data dividen aktual yang dibagikan perusahaan dan data prediksi dividen dari analisis keuangan (database I/B/E/S)) lebih baik dalam menjelaskan reaksi pasar apabila dibandingkan *dividend change (naive model)*

Adapun seluruh variabel-variabel utama dalam penelitian ini hanya mengacu pada penelitian Firth (1996). Terkait dengan hal ini, Kohers (1999) menyatakan bahwa perlu ditambahkan variabel-variabel yang mewakili karakteristik industri, karakteristik kondisi ekonomi, dan karakteristik perusahaan (*reporter* dan *nonreporter*). Terkait dengan hal ini, disarankan bahwa penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan variabel-variabel yang mewakili karakteristik industri, karakteristik kondisi ekonomi, serta karakteristik perusahaan *reporter* dan *nonreporter*.

3. Implikasi Penelitian

Penelitian terkait dengan pengujian transfer informasi intra-industri pada pengumuman perubahan dividen kas ini memberikan implikasi empiris dan implikasi praktis sebagai berikut:

1. Implikasi Empiris

Secara spesifik, penelitian ini memberikan dukungan pada hasil penelitian Firth (1996) dan juga memberikan pengembangan berupa pengujian konsistensi hasil penelitian dengan melakukan penambahan variabel kontrol yang mewakili karakteristik perusahaan *nonreporter* (selain variabel kontrol ukuran perusahaan *reporter*). Selain itu, penelitian ini juga menambah bukti empiris terkait dengan pengujian atas isu adanya perbedaan reaksi (*contagion* dan *competitive*) pada saham perusahaan *nonreporter* yang didasarkan pada perbandingan antara tingkat peluang bertumbuh dan tingkat kekuatan pasar perusahaan *reporter* dan *nonreporter*.

2. Implikasi Praktis

Hasil dari penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan (referensi) kebijakan dividen bagi perusahaan (dengan mempertimbangkan adanya fenomena transfer informasi intra-industri), kebijakan investasi saham bagi investor (keputusan untuk membeli, menahan, atau menjual saham terkait dengan pengumuman perubahan dividen kas oleh suatu perusahaan), serta bahan pertimbangan bagi analis terkait

²⁶*Naive model* mengasumsikan bahwa tingkat dividen perusahaan pada dasarnya relatif tetap (sama setiap waktunya). Model ini digunakan pada penelitian Aharony dan Swary (1980), Dwiastuti (2007), dan Hardjanto (2004).

estimasi reaksi pasar atas pengungkapan informasi keuangan perusahaan *go public* (pengembangan model untuk memprediksi besarnya *dividend surprise* suatu perusahaan dan dampaknya pada harga saham perusahaan yang mengumumkan (*reporter*) dan perusahaan yang tidak mengumumkan tetapi berada dalam subsektor industri yang sama (*nonreporter*).

PUSTAKA

- Aharony, J. dan Swary, I. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 1, pp. 1-12.
- Almilia, L.S. 2006. Reaksi Pasar dan Efek Intra Industri Pengumuman Financial Distress. *Jurnal Ekono-Insentif* (Jurnal Ilmiah Badan Ilmu Ekonomi-Kopertis Wilayah IV), Vol. 1, No. 1.
- Almilia, L.S., dan Kristijadi, E. 2005. Analisis Kandungan Informasi dan Efek Intra-Industri Pengumuman Stock Split yang Dilakukan Oleh Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No. 1. 70-86.
- Andres, C., Betzer, A., Haesner, C., Thiessen, E. 2011. Dividend Announcements Reconsidered: Dividend Changes Versus Dividend Surprise. *Schumpeter Discussion Papers*, pp.1-27.
- Balachandran, B., Faff, R., Nguyen, T.A. 2004. The Intra-Industry Impact of Special Dividend Announcements: Contagion versus Competition. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, pp. 369-385.
- Brigham, E.E. dan Ehrhardt, M.C. 2005. *Financial Management: Theory and Practice*. International Student Edition, 11th Edition. South-Western Cengage Learning: United State of America.
- Brown, S.J. dan Warner, J.B. 1985. Using Daily Stock Returns: The Case Of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 3-31.
- Cai, J. dan Vijh, A.M. 2007. Incentive Effects of Stock and Option Holdings of Target and Acquirer CEOs. *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4, pp. 1891-1933.
- Caton, G.L., Goh, J., Kohers, N. 2003. Dividend Omissions and Intraindustry Information Transfers. *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, No.1, pp. 51-64.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, R.M. Stulz. 2006. Dividend Policy and The Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, No. 81, pp. 227-254.
- Denis, Denis dan Sarin. 1994. The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clientele. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. pp. 567-587.
- Desir, Rosemond. 2012. How do Managers of Non-Announcing Firms Respond to Intra-Industry Information Transfers? *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 0306-686x.
- Dwiastuti, R. 2007. *Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Peningkatan dan Penurunan Dividen*, Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Firth, M. 1996. Dividend Changes, Abnormal Returns, and Intra-Industry Firm Valuations. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, No. 2, pp. 189-211.
- Gamayuni, R.R. 2001. *Efek Intra-Industri atas Pengumuman Delisting: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Gunasekarage, A. dan Power, D.M. 2006. Anomalous Evidence in Dividend Announcement Effect. *Managerial Finance*, Vol. 32, pp. 209-226.
- Hardjanto. 2004. *Transfer Informasi Intra Industri atas Pengumuman Perubahan Dividen serta Pengaruh Tingkat Dividen Surprise Perusahaan Reporter, Ukuran Perusahaan Reporter, dan Tingkat Konsentrasi Perusahaan Reporter Terhadap Besarnya Transfer Informasi pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Henderson, G.V. Jr. 1990. Problems and Solutions in Conducting Event Studies. *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 57, No.2, pp. 282-306.
- Husnan, S. 2009. *Dasar-Dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas*, Edisi Keempat. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Jorion, P. dan Zhang, G. 2010. Information Transfer Effect of Bond Rating Downgrades. *Financial Review*, Vol. 45, No. 3, pp. 683-706.
- Kohers, N. 1999. The Industry Wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcements and The Determinants of Information Transfer. *The Financial Review*, Vol. 34, pp. 137-158.
- Lako, A. 2004. Pengujian Empiris Indikasi Free-Riding dalam Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Laporan Keuangan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. X. No. 2. 200-220.
- Lang, L. dan Stulz, R. 1992. "Contagion and Competitive Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements". *Journal of Financial Economics*, August, pp. 45-60.

- Laux, P., Starks, L.T., dan Yoon, P.S. 1998. The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-Industry Information Transfers: An Investigation of Dividend Announcements. *Financial Management*, Vol. 27, No. 3, pp. 5-16.
- Li, Kai dan Zhao, Xinlei. 2008. Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management*, Vol. 37, No. 4, pp. 673-694.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp. 97-113.
- Lonkani, R. dan Ratchusanti, S. (2007). *Complete Dividend Signal*, found at http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf.
- Misir, M.A. 2010. Dividend Announcements and Contagion Effects: An Investigation on The Firm Listed With Dhaka Stock Exchange. *IJMS*, Vol. 17, No.1, pp. 55-67.
- Petit, R. 1972. Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance*, Vol. 27, No.5.
- Schipper, K. 1990. Commentary on Information Transfer. *Accounting Horizons*. pp. 97-107.
- Szewczyk, S.H. 1992. The Intra-Industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings. *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, pp. 1935-1945.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama. Kanisius: Yogyakarta.
- Wilopo. 2001. *The Intra-Industry Effect of Dividend Announcement: The Case of Three Capital Markets*. Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Yulita, I.K. 2009. *Dividend Surprise, Asimetri Informasi, Controlling Shareholder, dan Reaksi Pasar*, Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Yusnitasari, E.F. 2003. Transfer Informasi Intra Industri di Sekitar Pengumuman Perubahan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6 No. 2, hal. 145-168.

LAMPIRAN

**Data Sampel (Observasi) Perusahaan Reporter Berdasarkan Subsektor Industri
Peningkatan Dividen Kas**

Kode Industri	Subsektor Industri	Jumlah Observasi
1.12	<i>Plantation</i>	9
2.21	<i>Coal Mining</i>	7
2.22	<i>Crude Petroleum & Natural Gas Production</i>	1
2.23	<i>Metal and Mineral Mining</i>	8
3.31	<i>Cement</i>	6
3.32	<i>Ceramics, Glass, Porcelain</i>	8
3.33	<i>Metal and Allied Products</i>	9
3.34	<i>Chemicals</i>	7
3.35	<i>Plastics & Packaging</i>	7
3.36	<i>Animal Feed</i>	1
3.38	<i>Pulp & Paper</i>	2
4.42	<i>Automotive and Components</i>	10
4.43	<i>Textile, Garment</i>	3
4.45	<i>Cable</i>	3
5.51	<i>Food and Beverages</i>	6
5.52	<i>Tobacco Manufacturers</i>	2
5.53	<i>Pharmaceuticals</i>	10
5.54	<i>Cosmetics and Household</i>	13
6.61	<i>Property and Real Estate</i>	10
6.62	<i>Building Construction</i>	9
7.72	<i>Toll Road, Airport, Harbor, and Allied Products</i>	3
7.73	<i>Telecommunication</i>	5
7.74	<i>Transportation</i>	7
9.91	<i>Wholesale (Durable & Non-Durable Goods)</i>	17
9.93	<i>Retail Trade</i>	14
9.94	<i>Restaurant, Hotel, and Tourism</i>	9
9.95	<i>Advertising, Printing, and Media</i>	6
9.97	<i>Computer and Services</i>	4
9.98	<i>Investment Company</i>	4
Total		200
Rata-Rata		6,897
Min		1
Max		17

Penurunan Dividen Kas

Kode Industri	Subsektor	Jumlah Observasi
2.21	<i>Coal Mining</i>	1
2.22	<i>Crude Petroleum & Natural Gas Production</i>	3
2.23	<i>Metal and Mineral Mining</i>	4
3.31	<i>Cement</i>	1
3.33	<i>Metal and Allied Products</i>	2
3.34	<i>Chemicals</i>	8
3.35	<i>Plastics & Packaging</i>	7
3.36	<i>Animal Feed</i>	2
4.42	<i>Automotive and Components</i>	2
4.43	<i>Textile, Garment</i>	10
4.45	<i>Cable</i>	1
5.51	<i>Food and Beverages</i>	2
5.52	<i>Tobacco Manufacturers</i>	1
5.53	<i>Pharmaceuticals</i>	3
5.54	<i>Cosmetics and Household</i>	3
6.61	<i>Property and Real Estate</i>	2
6.62	<i>Building Construction</i>	3
7.72	<i>Toll Road, Airport, Harbor, and Allied Products</i>	2
7.73	<i>Telecommunication</i>	6
7.74	<i>Transportation</i>	6
9.91	<i>Wholesale (Durable & Non-Durable Goods)</i>	6
9.93	<i>Retail Trade</i>	7
9.94	<i>Restaurant, Hotel, and Tourism</i>	3
9.95	<i>Advertising, Printing, and Media</i>	1
9.97	<i>Computer and Services</i>	6
9.98	<i>Investment Company</i>	1
Total		93
Rata-Rata		3,577
Min		1
Max		10

Tabel Statistik Deskriptif Variabel Penelitian pada Pengumuman Peningkatan Dividen Kas

Variabel	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.	Observasi
CARi	0,004348	-0,000768	0,097455	-0,05527	0,036336	541
CARj	0,005384	-0,000281	0,080160	-0,037858	0,031148	541
DIVi	0,013665	0,003006	0,230303	-0,118038	0,070831	541
KORij	0,131379	0,093921	0,522718	-0,150872	0,191578	541
SIZEj	14,10509	13,97763	16,71172	11,19068	1,558333	541

Sumber: Data Diolah

Tabel Statistik Deskriptif Variabel Penelitian pada Pengumuman Penurunan Dividen Kas

Variabel	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.	Observasi
CAR _i	-0,004762	-0,003653	0,065719	-0,058942	0,029455	199
CAR _j	-0,000824	0,000825	0,061074	-0,080487	0,036857	199
DIV _i	0,051782	0,001224	0,592593	-0,178571	0,173867	199
KOR _{ij}	0,119890	0,084588	0,481063	-0,142816	0,178113	199
SIZE _j	13,11274	13,02250	16,79235	10,62763	1,673414	199

Sumber: Data Diolah