

DAMPAK PENGUMUMAN DIVIDEN PADA PASAR SAHAM (STUDI EMPIRIS PADA PASAR SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA)

Yati Suhartini^{*)}

Abstract

This paper examines the effects of stock dividend announcements on the Indonesian stock market using evidence on listed companies on the Indonesia Stock Exchange (ISE) during 1998 – 2007. The questions attempted to be answered in this study therefore are: does dividend announcement carry some significant information content and does the market react correctly for this announcement?

To examine the correct reaction of the market, we categorize the samples into two groups: growth and non growth firm. We divide the firms into groups using the Market to Book Value of Equity as a proxy. If the value of Market to Book Value of Equity is larger than one, the firm is categorized as a growth firm. Meanwhile if the value of market to book value of equity is less than one we categorize it as a non growth firm.

The results of this study are: first, dividend announcements have information content that are useful to the stock market. And second, this paper proved that the stock market in Indonesia is not yet an efficient market according to the theory of Decisionally Efficient Market Hypothesis.

Keywords: *dividend announcement, information content, correct reaction of the market.*

Pendahuluan

Kebijakan dividen adalah salah satu fungsi dari manajemen keuangan. Ada tiga teori utama yang menjelaskan kebijakan dividen. Yang pertama adalah *Irrelevance Theory*, teori ini mengatakan bahwa kebijakan tentang dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. *Bird in The Hand Theory* berargumen bahwa semakin tinggi nilai dividen yang dibagikan maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Teori yang ketiga yaitu *Tax Preference Theory*. Menurut teori ini, investor tidak terlalu menyukai dividen karena dividen tidaklah *tax deductible*.

Dalam perkembangannya muncul pendekatan baru yaitu *signaling theory* atau *information content hypothesis*. Menurut teori ini pengumuman dividen mengandung informasi tentang laba saat ini dan prospek perusahaan di masa depan. Pertanyaannya, apakah pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission* ini sudah secara tepat direspon oleh pasar?. Maka menurut efisiensi pasar secara

^{*)} Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas PGRI Yogyakarta

keputusan (*desicionally efficient market*) yang dikembangkan oleh Hartono (2005), sinyal *dividend initiation* pada perusahaan tidak bertumbuh seharusnya direspon secara negatif oleh pasar. Sebab informasi pengumuman *dividend initiation* dari perusahaan yang tidak bertumbuh atau tidak berprospek merupakan sinyal yang tidak valid dan merupakan informasi yang tidak bernilai ekonomis. Sebaliknya apabila pengumuman *dividend initiation* dilakukan oleh perusahaan yang sedang bertumbuh maka pengumuman tersebut seharusnya direspon positif oleh pasar.

Pada *dividend omission* umumnya investor merespon secara negatif pengumuman tersebut. Karena dianggap perusahaan sedang kekurangan sumber dana dan sedang kesulitan likuiditas. Pertanyaan serupa kembali muncul: Apakah reaksi pasar terhadap pengumuman *dividend omission* sudah tepat? Apabila pengumuman *dividend omission* dilakukan oleh perusahaan bertumbuh maka penjelasan yang logis adalah perusahaan menggunakan dividen tersebut untuk membiayai investasinya sehingga manajer memutuskan untuk menunda pembayaran dividen. Sehingga seharusnya investor merespon secara positif pengumuman *dividend omission* pada perusahaan bertumbuh karena sinyal dari perusahaan bertumbuh atau berprospek adalah sinyal yang valid dan merupakan informasi yang bernilai ekonomis. Sehingga dengan menunda pembayaran dividen untuk digunakan sebagai dana investasi yang menguntungkan diharapkan akan memberi nilai tambah bagi investor.

Setyawan (2002) dan Hartono (2005) meneliti perubahan pembayaran dividen pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah pasar modal BEI kurang pintar dan kurang efisien secara keputusan. Hal tersebut tampak dari reaksi pasar yang positif terhadap perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan peningkatan pembayaran dividen. Artinya perusahaan yang tidak berprospek atau tidak bertumbuh tersebut berhasil menipu pasar dengan memberi sinyal, bahwa seolah-olah perusahaannya sedang dalam keadaan yang baik dengan meningkatkan pembayaran dividen pada investornya. Pasar yang pintar atau *sophisticated* seharusnya memberi penalti pada perusahaan-perusahaan ini, karena membayar dividen yang meningkat padahal di masa depan mereka tidak memiliki kemampuan untuk menghasilkan laba untuk membayar dividen tersebut.

Dari pemaparan di atas maka permasalahan pokok dalam penelitian ini ada dua; yang pertama adalah tentang pengaruh kandungan informasi dari pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission* bagi investor. Permasalahan yang kedua adalah tentang ketepatan pasar dalam memberikan reaksi terhadap pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission* tersebut.

Kajian Teori

1. Signaling Theory

Bhattacharya (1979) telah mengembangkan *dividend signaling theory*. Model yang dikembangkan Bhattacharya digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan *dividend* untuk memberi sinyal kepada investornya. Pengumuman dividen dianggap mempunyai kandungan informasi dan dapat digunakan oleh investor sebagai sinyal tentang prospek perusahaan.

Hal ini terjadi karena adanya fenomena *asymmetric information*, investor dan manajer dianggap memiliki informasi yang berbeda tentang kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Menurut Ross (1977) manajer perusahaan sebagai pihak yang memiliki informasi yang lebih mendalam mengenai kondisi perusahaan, menggunakan pembayaran dividen sebagai suatu sinyal untuk menunjukkan dasar mengenai nilai dan prospek perusahaan mereka di masa depan kepada para investornya.

Sinyal perubahan kebijakan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham. Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan *return* saham sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila *abnormal return* yang digunakan sebagai pengukur reaksi harga saham, maka pengumuman perubahan kebijakan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan kebijakan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi jika tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar.

Perusahaan yang mengumumkan perubahan kebijakan dividen akan lebih tidak diantisipasi oleh investor sehingga akan menimbulkan reaksi yang kuat dari pasar. Perusahaan yang membayar dividen untuk pertama kalinya setelah beberapa periode tidak membayarkan dividennya (*dividend initiation*) akan dinilai oleh

investor sebagai sinyal yang positif. Sebaliknya, perusahaan yang tidak membayar dividen untuk pertama kalinya setelah beberapa periode membayar dividen tunainya (*dividend omission*) akan dinilai oleh investor sebagai sinyal yang negatif. Penelitian yang mendukung hal tersebut adalah penelitian Healy dan Palepu (1988) serta penelitian Asquith dan Mullin (1983).

Signaling yang dilakukan oleh manajer memerlukan *cost* yang tinggi. Hanya perusahaan bertumbuh atau berprospek yang mampu menanggung *cost* yang tinggi tersebut. Biaya yang terkait dengan *signaling* adalah dana yang digunakan untuk investasi yang produktif. Biaya untuk investasi yang produktif biasa diperoleh dari pihak kreditur. Biaya *signaling* menjadi mahal bagi perusahaan yang berkualitas rendah atau tidak berprospek, karena pihak kreditur akan mempertimbangkan risiko yang akan terjadi. Risiko tidak terbayarnya hutang lebih tinggi bagi perusahaan yang berkualitas rendah dibanding dari perusahaan yang berkualitas tinggi. Untuk itu kreditur membebani biaya penggunaan dana yang lebih tinggi kepada perusahaan yang berkualitas rendah.

Perusahaan yang tidak berprospek yang mengumumkan pembayaran dividen untuk pertama kalinya (*dividend initiation*) merupakan sinyal yang tidak valid. Investor seharusnya memberikan reaksi negatif kepada perusahaan tersebut. Penjelasan adalah bagaimana mungkin perusahaan yang sedang tidak berprospek membayarkan dividennya setelah beberapa periode tidak membayar dividennya. Hal ini akan merugikan investor karena perusahaan akan kesulitan likuiditas untuk menghasilkan laba di masa depan. Seperti telah dijelaskan di atas bahwa *signaling* memerlukan *cost* yang tinggi, dan *cost* yang ditanggung oleh perusahaan yang tidak berprospek jauh lebih tinggi daripada perusahaan yang berprospek. Sehingga dapat dikatakan hanya perusahaan yang berprospek saja yang dapat menanggung *cost* yang tinggi tersebut.

Sebaliknya perusahaan bertumbuh yang melakukan penghapusan pembayaran dividen untuk pertama kalinya adalah sinyal yang valid. Penjelasan adalah manajer terpaksa menahan kas yang ada untuk membiayai investasi perusahaan yang menguntungkan. Dengan menahan dividen untuk investasi yang menguntungkan, diharapkan keuntungan yang diperoleh investor akan semakin besar di masa depan.

2. *Efficient Market Hypothesis*

Teori pasar yang efisien (*Efficient Market Hypothesis*) mengatakan bahwa pasar yang efisien merupakan pasar yang harga-harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi dan telah terdistribusi secara penuh dan cepat kepada para pelaku pasar, sehingga seseorang pelaku pasar akan sulit atau tidak bisa untuk mendapatkan *abnormal return*. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Eugene F. Fama pada tahun 1970.

Berdasarkan jenis informasinya efisiensi pasar dibedakan menjadi 3 bagian, yaitu:

a) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah apabila harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu. Informasi masa lalu adalah informasi yang sudah terjadi. Apabila pasar efisien secara bentuk lemah, maka informasi masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk memperoleh *abnormal return*.

b) Efisien Pasar Bentuk Setengah Kuat

Pasar dikatakan efisien secara setengah kuat apabila harga-harga sekuritas telah mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Apabila pasar efisien secara bentuk setengah kuat maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang di publikasikan untuk memperoleh *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

c) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Pasar dikatakan efisien bentuk kuat apabila harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Apabila pasar efisien secara bentuk kuat maka tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* karena mempunyai informasi privat.

3. Efisiensi Pasar secara Keputusan

Efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) pertama kali dikemukakan oleh Hartono (1998). Konsep efisiensi pasar secara keputusan merupakan pengembangan dari efisiensi setengah kuat yang dikemukakan oleh Fama (1970). Menurut Hartono (1998) konsep efisiensi pasar setengah kuat menurut Fama menekankan pada ketersediaan informasi. Akan tetapi untuk menghadapi informasi

yang membutuhkan pengolahan lebih lanjut, seperti pengumuman dividen, merger atau akuisisi, maka definisi efisiensi pasar menurut Fama dapat dikembangkan lagi. Investor harus canggih dalam mengolah informasi, sehingga mampu bereaksi secara cepat dan tepat. Dalam kasus pengumuman dividen, investor dapat membedakan antara sinyal yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh atau berprospek dengan sinyal yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh atau tidak berprospek.

Dalam Setiawan dan Hartono (2001), menyebutkan bahwa pelaku pasar saham di Indonesia kurang pintar atau belum dapat dikatakan efisien secara keputusan (*decisionally efficient market*). Hal ini terlihat dari reaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh atau tidak berprospek. Investor yang sudah canggih (*sophisticated*) akan menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah informasi tersebut benar-benar sinyal yang sah dan dapat dipercaya. Jika ternyata sinyal ini merupakan sinyal yang tidak sah, maka pasar seharusnya memberi penalti dengan bereaksi negatif terhadap perusahaan-perusahaan tersebut. Hal ini akan tercermin dalam harga sekuritas emiten yang turun. Dengan demikian untuk mengetahui apakah pasar sudah efisien atau belum secara keputusan tidaklah cukup dengan melihat efisiensi secara informasi, tetapi juga harus mengetahui apakah keputusan yang dilakukan oleh pelaku pasar sudah benar.

Pasar yang efisien secara informasi adalah pasar yang adil, sehingga penyelenggara pasar dan regulator berusaha membuat pasar saham se-efisien mungkin. Dikatakan pasar yang adil, karena diharapkan semua pelaku pasar mendapatkan kualitas dan jumlah informasi yang sama pada saat yang sama, sehingga tidak ada investor yang dapat menikmati keuntungan tidak normal di atas kerugian investor lain. Karena itu regulator pasar modal (misal Bappepam di Indonesia) berusaha membuat informasi yang tersedia di pasar secara luas, misalnya dengan mengharuskan perusahaan emiten mengungkapkan informasi yang penting. Informasi yang tersedia saja tidak dapat menjadikan pasar efisien secara keputusan. Hal ini perlu disertai dengan pendidikan sebagai satu aspek yang mutlak untuk membuat investor atau pelaku pasar menjadi canggih.

4. *Investment Opportunity Set*

Investment Opportunity Set (IOS) dalam penelitian ini digunakan untuk menentukan perusahaan bertumbuh atau berprospek dan perusahaan tidak bertumbuh atau tidak berprospek. Menurut Gaver dan Gaver (1983) dalam Sutanto (2005), set kesempatan investasi merupakan nilai perusahaan yang bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan investasi yang diharapkan akan memberikan *return* yang lebih besar.

Dalam penelitian ini, untuk menentukan perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh digunakan *proxy Market to Book Value of Equity* (MBVE). Hal ini juga pernah dilakukan oleh Setyawan (2001).

Hipotesis

1. Analisis Kandungan Informasi

Menurut Modigliani dan Miller dalam Brigham (2004), reaksi investor terhadap pembagian laba berupa dividen tidak disebabkan investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain*, tetapi lebih dikarenakan adanya kandungan informasi dari pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan.

Kandungan informasi ini terjadi karena adanya *asymmetric information*, yaitu manajer mempunyai informasi yang lebih baik dari investor. Oleh karena itu, kebijakan dividen sering dipandang oleh investor sebagai informasi yang penting untuk menilai prospek atau *value* perusahaan di masa depan.

Perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya setelah beberapa periode tidak membayarkan dividennya (*dividend initiation*) merupakan kebijakan yang digunakan manajer, sebagai media komunikasi kepada investor tentang kondisi atau prospek perusahaan di masa depan. Penelitian Healy dan Palepu (1988) menemukan adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman *dividend initiations*. Sebaliknya apabila perusahaan memutuskan tidak membayar dividen untuk pertama kalinya, maka investor akan menangkap pengumuman itu sebagai informasi bahwa perusahaan sedang kesulitan keuangan atau kesulitan likuiditas.

Berdasarkan pemaparan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{a1} : terdapat *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman *dividend initiation*.

H_{a2} : terdapat *abnormal return* yang negatif di sekitar pengumuman *dividend omissions*.

2. Analisis Ketepatan Reaksi Pasar

Ketepatan reaksi pasar berdasarkan teori efisiensi pasar secara keputusan yang dikembangkan oleh Jogiyanto (2001) adalah perkembangan dari efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang dikembangkan oleh Fama (1970). Efisiensi pasar setengah kuat secara keputusan mempertimbangkan dua faktor, yaitu faktor ketersediaan informasi, kecepatan informasi dan kepintaran pasar. Faktor kepintaran pasar penting untuk merespon pengumuman yang menghendaki pengolahan lebih lanjut. Misalnya pengumuman perubahan pembayaran dividen pada perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. Pasar yang pintar akan merespon dengan tepat pengumuman tersebut, dengan mempertimbangkan prospek pertumbuhan di masa depan.

Pasar yang pintar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend initiation* pada perusahaan tidak bertumbuh. Sinyal yang dilakukan oleh perusahaan adalah sinyal yang tidak valid. Perusahaan yang tidak bertumbuh yang mengumumkan *dividend initiation* akan kesulitan likuiditas, karena akan menanggung *signaling cost* dan akhirnya akan merugikan investor sendiri. Sebaliknya pasar yang pintar akan bereaksi positif terhadap pengumuman *dividend omission* pada perusahaan bertumbuh. Sinyal dari perusahaan bertumbuh adalah sinyal yang valid dan mempunyai informasi yang bernilai ekonomis. Perusahaan bertumbuh melakukan *dividend omission* karena kas yang tersedia digunakan untuk membiayai investasi yang menguntungkan.

Pasar yang efisien secara informasi belum tentu efisien secara keputusan. Dalam penelitian Setyawan dan Hartono (2002) untuk sampel perusahaan yang tidak bertumbuh, ditemukan adanya reaksi pasar yang signifikan pada hari ke-0 terhadap pengumuman peningkatan pembayaran dividen, dan reaksi ini juga dilakukan dengan cepat pada perusahaan bertumbuh. Hasil ini menunjukkan pasar modal BEI kurang pintar karena bereaksi positif terhadap perusahaan yang tidak bertumbuh.

Dari paparan dan uraian di atas maka hipotesis yang diajukan adalah:

H_{a3} : Terdapat *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman *dividend omission* pada perusahaan bertumbuh.

H_{a4} : Terdapat *abnormal return* yang negatif di sekitar pengumuman *dividend initiation* pada perusahaan tidak bertumbuh

Metode Penelitian

1. Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan studi peristiwa (*event study*) untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman dividen dan menguji efisiensi pasar saham bentuk setengah kuat secara keputusan.

Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas dan reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*.

Pada pengujian efisiensi pasar secara keputusan sampel di bagi menjadi dua yaitu sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Jika pasar efisien secara keputusan, maka ditandai dengan: (a) ada *abnormal return* yang positif di sekitar periode kejadian pada sampel perusahaan bertumbuh yang mengumumkan *dividend omission*; (b) ada *abnormal return* yang negatif pada periode jendela pada sampel perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan *dividend initiation*.

Penelitian ini menggunakan periode jendela selama 11 hari, yaitu 5 hari sebelum pengumuman dan 5 hari sesudah pengumuman ($t+5$, $t=0$, $t-5$). Hal ini mengacu pada pendapat Brown dan Warner (1985), bahwa periode jendela yang semakin pendek akan meningkatkan kekuatan dari uji tersebut (*power of the test*).

2. Data yang Digunakan

- a) Data *dividend announcement* tiap perusahaan terdiri dari tahun 1998 – 2007, diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2007. Data ini digunakan untuk menentukan sampel perusahaan yang melakukan *dividend initiation* dan *dividend omission*. Adapun list *dividend cash* 2007 diunduh dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) untuk melengkapi data yang didapat dari ICMD.

- b) Data tanggal RUPS diunduh dari KSEI dan digunakan untuk menentukan tanggal pengumuman (*event date*). Dari tanggal RUPS ini kemudian dapat ditentukan periode jendela (*window period*) dari setiap sampel penelitian. Menurut Susanto (2005), alasan penggunaan tanggal RUPS sebagai event date ($t=0$) adalah ketika RUPS memutuskan jumlah pembayaran dividen perusahaan maka dapat dikatakan informasi sudah dipublikasikan. Tanggal RUPS dianggap lebih memberikan kejutan bagi investor untuk pertama kalinya dibandingkan tanggal saat perusahaan mengumumkan pembagian dividennya.
- c) Data *Return* Harian Saham digunakan untuk menentukan *return* aktual yang dipakai untuk menghitung *abnormal return* masing-masing saham. Data ini diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi Fakultas Ekonomi UGM.
- d) Data *Return* Pasar digunakan untuk menentukan *return* ekspektasi yang selanjutnya digunakan untuk menghitung *abnormal return*. Data ini diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi Fakultas Ekonomi UGM.
- e) Harga Penutupan jumlah ekuitas serta jumlah lembar saham yang beredar didapat dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi FEB UGM dan IC MD dari tahun 2000 – 2007. Data tersebut digunakan untuk menghitung *investment opportunity set* dengan proksi yang berdasar pada *Market to Book Value of Equity* (MBVE) seperti yang dilakukan Setiawan dan Hartono (2002).

3. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham biasa yang terdaftar di BEI dari tahun 1998 sampai dengan 2007. Penentuan sampel menggunakan *purposive sampling method*, yaitu perusahaan yang mengumumkan *dividend initiation* dan *dividend omission* selama periode 2000 – 2007. Pemilihan sample periode 2000 – 2007, dimaksudkan untuk menghindari pengaruh krisis moneter tahun 1998.

Kriteria pemilihan sampel dapat dilihat seperti dibawah ini:

- a. Kriteria pemilihan sampel perusahaan yang mengumumkan *dividend initiation* adalah sebagai berikut:
 - (1) *Dividend initiation* adalah pembayaran dividen tunai untuk pertama kalinya setelah minimal dua periode berturut-turut tidak membayar dividen tunai selama periode pengamatan, yaitu 2000-2007.

- (2) Perusahaan sudah terdaftar di BEI minimal dua periode sebelum melakukan pengumuman *dividend initiation*.
 - (3) Perusahaan tersebut membayar dividen tunai setahun sekali.
 - (4) Tidak melakukan *company action* seperti *right issue*, pemberian saham bonus, *stock dividend*, *stock split*, merger dan akuisisi yang hampir bersamaan dengan pengumuman *dividend initiation* untuk menghindari adanya *confounding effect* yang dapat mempengaruhi hasil penelitian.
 - (5) Tersedia data tanggal pengumuman RUPS.
- b. Kriteria pemilihan sampel perusahaan yang mengumumkan *dividend omission* adalah sebagai berikut:
- (1) *Dividend omission* adalah penghapusan pembayaran dividen tunai untuk pertama kalinya setelah minimal dua periode berturut-turut membayar dividen tunai selama periode pengamatan, yaitu 2000 – 2007.
 - (2) Perusahaan sudah terdaftar di BEI minimal dua periode sebelum melakukan pengumuman *dividend omission*.
 - (3) Tidak melakukan *company action* seperti *right issue*, pemberian saham bonus, *stock dividend*, *stock split*, merger dan akuisisi yang hampir bersamaan dengan pengumuman *dividend omission* untuk menghindari adanya *confounding effect* yang dapat mempengaruhi hasil penelitian.
 - (4) Tersedia data tanggal pengumuman RUPS.

Berdasarkan kriteria diatas, maka untuk seleksi tahap pertama setelah dihilangkan dari efek-efek pengganggu dan tidak tersedianya data tanggal RUPS, diperoleh sampel sebanyak 59 perusahaan yang mengumumkan *dividend initiation* dan 36 perusahaan yang mengumumkan *dividend omission* pada periode pengamatan tahun 2000 hingga tahun 2007. Untuk pengumuman *dividend omission* pada pengamatan tahun 2000 tidak ditemukan sampel yang sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Oleh sebab itu, untuk *dividend omission* periode pengamatan dimulai dari tahun 2001 sampai dengan 2007.

Kemudian untuk menguji ketepatan reaksi pasar, sampel dibagi menjadi dua, yaitu sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Kriteria perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh menggunakan *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan *proxy Market Value of Equity to Book Value of Equity (MVEBVE)*.

Perusahaan yang memiliki nilai MVEBVE lebih dari 1 termasuk perusahaan bertumbuh, sedangkan yang memiliki nilai MVEBVE kurang dari 1 termasuk perusahaan tidak bertumbuh. Sesudah itu akan diambil sampel perusahaan bertumbuh yang mengumumkan *dividend omission* dan perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan *dividend initiation*. Hasilnya diperoleh 34 sampel perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan *dividend initiation* dan 19 sampel untuk sampel perusahaan bertumbuh yang mengumumkan *dividend omission*.

4. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Beberapa variabel penelitian yang digunakan dan pengukurannya adalah sebagai berikut:

a. **Return harian perusahaan**, dihitung dengan cara:

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

Keterangan:

$R_{i,t}$ = Pendapatan aktual saham i pada hari ke- t

$P_{i,t}$ = Harga saham i pada hari ke- t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada hari sebelumnya

b. **Return indeks pasar**, dihitung dengan cara:

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$ = Return pasar pada hari ke- t

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke- t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari sebelumnya

c. **Abnormal return merupakan selisih antara return aktual dengan return ekspektasi**. Dihitung dengan cara:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada periode ke- t

$R_{i,t}$ = *actual return* saham i pada periode ke- t

$E(R_{i,t})$ = *expected return* saham i pada periode ke- t

d. Investment Opportunity Set

Faktor pertumbuhan perusahaan diukur berdasarkan *IOS measures* dengan *proxy* rasio antara nilai pasar dibagi dengan nilai equitas (*Market to Book Value of Equity*). Perusahaan yang bertumbuh memiliki rasio yang lebih besar dari nilai satu. Perusahaan yang tidak bertumbuh memiliki rasio yang kurang dari satu.

$$\text{MVEBVE} = \frac{\text{Jumlah lembar saham yang beredar} \times \text{harga penutupan saham}}{\text{Total Equitas}}$$

5. Uji Hipotesis

a) Uji Hipotesis Kandungan Informasi Pengumuman *Dividend Initiation* dan *Dividend Omission*

Pengujian kandungan informasi pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission* menggunakan uji t, yaitu untuk menguji apakah *abnormal return* yang diperoleh disekitar tanggal pengumuman dividen berbeda secara signifikan atau tidak dengan nol, dengan tingkat keyakinan 1%, 5% , dan 10%. Nilai t_{hitung} diperoleh dari standardisasi *abnormal return*.

Langkah-langkah uji hipotesis adalah sebagai berikut:

- (1) Menghitung *Average Abnormal Return* (AAR) harian seluruh saham yang diteliti selama periode peristiwa dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AAR_{N_t} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$$

Keterangan:

$AAR_{i,t}$ = *abnormal return* seluruh saham pada hari ke- t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada hari ke- t

N = jumlah saham yang diteliti

- (2) Standardisasi *abnormal return* diperoleh dengan cara membagi *abnormal return* dengan kesalahan standar estimasi (SEE: *Standard Error of Estimate*).

Model empirisnya sebagai berikut:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE_i}$$

Keterangan:

$SAR_{i,t}$ = *abnormal return* standarisasi sekuritas ke-i pada waktu t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t di periode peristiwa

KSE_i = kesalahan standar estimasi sekuritas i

- (3) Model berikutnya adalah kesalahan standar estimasi. Karena dalam penelitian ini menggunakan *market-adjusted return* untuk menghitung *return* ekspektasi, maka kesalahan standar estimasi ditentukan berdasarkan deviasi standar *return* hari ke-t secara *cross section* selama periode peristiwa (Hartono, 2005). Model empirisnya adalah sebagai berikut:

$$KSE_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (AR_{i,t} - \overline{AR}_{i,t})^2}{k-1}} \times \frac{1}{\sqrt{k}}$$

Keterangan:

KSE_t = kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t pada periode peristiwa

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa

k = jumlah sekuritas

- (4) Untuk menghitung t_{hitung} dengan menggunakan *market-adjusted model* dapat dilakukan dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{AAR_t}{KSE_t}$$

Keterangan:

AAR_t = rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada periode ke-t

KSE_t = Kesalahan Standar Estimasi pada periode ke-t

Formula hipotesis kandungan informasi pengumuman *dividend initiation* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$H_01 = \beta_i = 0$, Pasar tidak bereaksi positif terhadap pengumuman *dividend initiation*

$H_a1 = \beta_i > 0$, Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman *dividend initiation*

Sedangkan formula hipotesis kandungan informasi *dividend omission* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$H_02 = \beta_i = 0$, Pasar tidak bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend omission*

$H_a2 = \beta_i < 0$, Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend omission*

b) Uji Hipotesis Ketepatan Reaksi Pasar terhadap Pengumuman *Dividend Initiation* dan *Dividend Omission*

Langkah uji hipotesis ini sama dengan langkah uji hipotesis kandungan informasi pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission*. Namun untuk uji efisiensi secara keputusan ini perusahaan dibagi menjadi dua sub sampel, yaitu perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Pembagian tersebut melalui IOS dengan *proxy Market to Book Value of Equity*. Dengan perusahaan bertumbuh memiliki nilai IOS lebih dari 1, sedangkan perusahaan tidak bertumbuh memiliki nilai IOS kurang dari 1. Sampel yang dipakai adalah perusahaan bertumbuh yang mengumumkan *dividend omission* dan sampel perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan *dividend initiation*.

Formula hipotesis efisiensi pasar setengah kuat secara keputusan terhadap pengumuman *dividend omission* pada perusahaan bertumbuh dapat dirumuskan sebagai berikut:

$H_{03} = \beta_i = 0$, Pasar tidak bereaksi positif terhadap pengumuman *dividend omission* yang dilakukan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

$H_{a3} = \beta_i > 0$, Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman *dividend omission* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh.

Sedangkan formula hipotesis efisiensi pasar setengah kuat secara keputusan terhadap pengumuman *dividend initiation* pada perusahaan tidak bertumbuh dapat dirumuskan sebagai berikut:

$H_{04} = \beta_i = 0$, Pasar tidak bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend initiation* yang dilakukan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

$H_{a4} = \beta_i < 0$, Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend initiation* yang dilakukan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Hasil dan Pembahasan

1. Pengujian Kandungan Informasi

a) Pengujian Kandungan Informasi Pengumuman *Dividend Initiation*

Hasil pengujiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Pengujian Kandungan Informasi Pengumuman *Dividend Initiation*

Hari	AAR	t_{hitung}	Keterangan
t-5	0.003782	0.660253	Tidak signifikan
t-4	-0.00168	-0.41052	Tidak signifikan
t-3	-0.00126	-0.37923	Tidak signifikan
t-2	0.002383	0.650878	Tidak signifikan
t-1	0.010328	2.050624	Signifikan**
t0	-0.00389	-1.01069	Tidak signifikan
t+1	-0.00551	-0.32507	Tidak signifikan
t+2	-0.00606	-1.47712	Tidak signifikan
t+3	-0.01351	-0.74038	Tidak signifikan
t+4	0.001073	0.199461	Tidak signifikan
t+5	-0.00043	-0.08671	Tidak Signifikan

* : Signifikan pada 1 % (t_{table} 2,66)

** : Signifikan pada 5 % (t_{table} 2,00)

*** : Signifikan pada 10 % (t_{table} 1,67)

Sumber: PDBE diolah

Dari tabel diatas, reaksi pasar yang ditunjukkan dengan *abnormal return* positif yang signifikan, hanya terjadi di sehari sebelum pengumuman. Hal ini mengindikasikan adanya kebocoran informasi yang diterima oleh pasar sebelum pengumuman dividen dikeluarkan. Kebocoran informasi ini bisa terjadi karena sebagian investor memperoleh akses informasi ke dalam perusahaan atau mereka mempunyai akses privat terhadap informasi dan menggunakannya untuk memperoleh *abnormal return*.

Alasan yang kedua adalah investor telah memprediksikan kapan suatu perusahaan akan melakukan *dividend initiation* dan memanfaatkan prediksinya tersebut untuk memperoleh *abnormal return*. Pada saat pengumuman ($t=0$) justru tidak ada *abnormal return* yang signifikan. Setelah pengumuman, juga tidak ada *abnormal return* yang signifikan. Hal ini menunjukkan reaksi pasar tidak berkepanjangan.

Setelah melihat hasil pengujian diatas maka hipotesis alternatif (H_{a1}) dapat diterima dengan ditunjukkan adanya *abnormal return* positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Pasar menganggap pengumuman *dividend initiation* merupakan sinyal positif tentang gambaran kinerja perusahaan yang baik di masa depan. Dengan demikian maka pengumuman *dividen initiation* memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor dapat diterima.

b) Pengujian Kandungan Informasi Pengumuman *Dividend Omission*

Hasil dari pengujiannya dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Pengujian Kandungan Informasi Pengumuman *Dividend omission*

Hari	AAR	t_{hitung}	Keterangan
t-5	-0.00425	-0.89873	Tidak signifikan
t-4	0.013839	1.165814	Tidak signifikan
t-3	-0.00458	-0.82286	Tidak signifikan
t-2	0.001185	0.360927	Tidak signifikan
t-1	-0.00218	-0.44333	Tidak signifikan
t0	-0.01544	-1.63796	Tidak signifikan
t+1	-0.01816	-2.82047	Signifikan*
t+2	0.009156	0.82268	Tidak signifikan
t+3	-0.00928	-1.06357	Tidak signifikan
t+4	0.002011	0.27307	Tidak signifikan
t+5	-0.00456	-0.48621	Tidak Signifikan

* : Signifikan pada 1 % (t_{table} 2,75)

** : Signifikan pada 5 % (t_{table} 2,042)

*** : Signifikan pada 10 % (t_{table} 1,697)

Sumber: PDBE diolah

Dari tabel di atas, reaksi negatif (ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman) yang signifikan di sehari setelah pengumuman (t+1), menunjukkan bahwa investor bereaksi terhadap pengumuman *dividend omission*. Argumen yang menjelaskan kenapa pasar bereaksi pada saat sehari setelah pengumuman bukannya pada saat tanggal pengumuman adalah informasi belum tersebar secara merata pada saat tanggal pengumuman. Argumen yang kedua adalah investor sudah menerima informasi tetapi investor memerlukan waktu untuk mengolah informasi pengumuman *dividend omission* tersebut. Namun dapat disimpulkan bahwa waktu yang dibutuhkan investor dalam mengolah informasi relatif cepat, hanya sehari sesudah pengumuman.

Abnormal return negatif signifikan yang hanya terjadi sekali saja pada saat satu hari setelah tanggal pengumuman (t+1), menunjukkan bahwa tidak ada reaksi pasar yang berkepanjangan.

Berdasarkan hasil pengujian diatas, maka hipotesis alternatif (H_{a2}) dapat diterima dengan ditunjukkan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, yakni pada satu hari setelah pengumuman. Pasar menganggap pengumuman *dividend omission* secara umum merupakan sinyal yang buruk tentang gambaran mengenai kondisi perusahaan yang sedang kesulitan

likuiditas. Dengan demikian pengumuman *dividen omission* memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor, dapat diterima.

2. Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar

a) Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar pada Pengumuman *Dividend Omission* pada Perusahaan Bertumbuh

Hasil dari pengujiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar pada Pengumuman *Dividend Omission* pada Perusahaan Bertumbuh

Hari	AAR	t_{hitung}	Keterangan
t-5	-0.00303	-0.48902	Tidak signifikan
t-4	-0.00118	-0.23848	Tidak signifikan
t-3	-0.00504	-0.78469	Tidak signifikan
t-2	0.000473	0.088546	Tidak signifikan
t-1	-0.00377	-1.04842	Tidak signifikan
t0	-0.01821	-1.12181	Tidak signifikan
t+1	-0.02252	-2.43704	Signifikan**
t+2	0.022596	1.459097	Tidak signifikan
t+3	0.002227	0.318475	Tidak signifikan
t+4	-0.00505	-1.44002	Tidak signifikan
t+5	0.006651	0.455947	Tidak Signifikan

* : Signifikan pada 1 % (t_{table} 2,8455)

** : Signifikan pada 5 % (t_{table} 2,086)

*** : Signifikan pada 10 % (t_{table} 1,725)

Sumber: PDBE diolah

Dari hasil pengujian diatas didapatkan *abnormal return* negatif yang signifikan pada satu hari setelah pengumuman. Hal ini dapat dikatakan pasar sudah efisien setengah kuat secara informasi sebab reaksi pasar yang terjadi sudah cepat, hanya satu hari sesudah pengumuman. Namun arah reaksi yang di harapkan tidak terjadi, karena investor bereaksi berlawanan arah dengan apa yang di prediksi.

Argumen yang dapat menjelaskan hal tersebut diatas adalah investor tidak melihat dan memperhatikan perusahaan mana yang memberi sinyal. Investor melihat semua pengumuman *dividend omission* adalah berita buruk. Seharusnya apabila investor tergolong investor yang cerdas, investor akan melihat terlebih dahulu perusahaan mana yang memberi sinyal, dengan mengkaitkannya dengan kemampuan perusahaan untuk berkembang. Hal ini dapat disimpulkan, bahwa investor hanya menggunakan informasi pengumuman pembayaran dividen tanpa memperhatikan kemampuan perusahaan untuk bertumbuh.

Dengan melihat pengujian di atas, maka hipotesis nol (H_0) gagal untuk ditolak. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya *abnormal return* positif yang signifikan di seputar tanggal pengumuman. Reaksi yang timbul justru berlawanan arah, hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* negatif dan signifikan di seputar tanggal pengumuman, yaitu sehari setelah pengumuman ($t+1$).

b) Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar pada Pengumuman *Dividend Initiation* pada Perusahaan Tidak Bertumbuh

Hasil dari pengujian tersebut adalah:

Tabel 4. Hasil Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar pada Pengumuman *Dividend Initiation* pada Perusahaan Tidak Bertumbuh

Hari	AAR	t_{hitung}	Keterangan
t-5	0.000168	0.030669	Tidak signifikan
t-4	0.004444	0.736539	Tidak signifikan
t-3	-0.00204	-0.43944	Tidak signifikan
t-2	0.001234	0.244549	Tidak signifikan
t-1	0.011669	1.72002	Signifikan***
t0	-0.00448	-0.73606	Tidak signifikan
t+1	-0.00694	-1.37413	Tidak signifikan
t+2	-0.0116	-1.93079	Signifikan***
t+3	0.004044	0.45435	Tidak signifikan
t+4	-0.00438	-0.59782	Tidak signifikan
t+5	-0.00221	-0.32242	Tidak Signifikan

- * : Signifikan pada 1 % (t_{table} 2,75)
- ** : Signifikan pada 5 % (t_{table} 2,042)
- *** : Signifikan pada 10 % (t_{table} 1,697)

Sumber: PDDBE diolah

Dari hasil tabel di atas terdapat *abnormal return* positif yang signifikan pada sehari sebelum pengumuman ($t-1$). *Abnormal return* yang signifikan juga terjadi pada dua hari sesudah pengumuman. Arah reaksi yang sesuai dengan yang diprediksikan terjadi pada dua hari sesudah pengumuman. Pasar yang bereaksi pada sehari sebelum pengumuman menunjukkan bahwa sebagian investor sudah mengantisipasi pengumuman pembayaran *dividend*. Namun reaksi yang ditunjukkan adalah berlawanan dari yang diharapkan, sehingga investor yang bereaksi sebelum pengumuman kurang tepat atau kurang pintar dalam mengambil keputusan.

Pada reaksi dua hari sesudah pengumuman ditemukan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan. Argumen yang dapat menjelaskan kenapa pasar baru bereaksi setelah dua hari adalah pasar memerlukan waktu untuk mengolah informasi

tersebut. Selain itu, argumen yang lain adalah informasi belum terdistribusi secara merata pada saat tanggal pengumuman.

Reaksi negatif ini menunjukkan bahwa arah reaksi dari pasar pada dua hari sesudah pengumuman sudah pintar, karena memberikan reaksi yang negatif terhadap inisiasi dividen yang dilakukan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Sebab perusahaan tidak bertumbuh yang memberikan sinyal pembayaran dividen untuk pertama kalinya (*dividend initiation*) adalah sinyal yang tidak valid dan tidak dapat dipercaya.

Maka untuk uji ketepatan reaksi pasar bagian dua ini menerima hipotesis alternatif yang diajukan (H_{a4}) bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend initiation* pada perusahaan bertumbuh dapat diterima.

Dari kedua uji ketepatan reaksi pasar di atas dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia belum dapat dikatakan efisien secara keputusan. Karena pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend omission* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh. Pasar masih kurang pintar dalam mengambil keputusan. Pasar yang kurang pintar ini akan dengan mudah dibodohi (*fooled*) oleh emiten.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk memberi bukti empiris tentang kandungan informasi pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission*, serta untuk menguji apakah pasar modal Indonesia sudah efisien seten gah kuat secara keputusan. Dari hasil uji hipotesis yang dilakukan, kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut:

1. Hipotesis ke satu, yaitu terdapat *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman *dividend initiation*, diperoleh bahwa hipotesis alternatif (H_{a1}) berhasil diterima. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* positif yang signifikan (pada 5%) sebesar 1%. Reaksi ini terjadi di sehari sebelum pengumuman yang mengindikasikan adanya kebocoran informasi.
2. Sedangkan untuk hipotesis yang kedua, yaitu terdapat *abnormal return* yang negatif di sekitar pengumuman *dividend omission*. Hipotesis alternatif (H_{a2}) juga dapat diterima. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan (pada 1%) sebesar -1,8%. Reaksi ini terjadi sehari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan pasar sudah bereaksi dengan cepat. Reaksi

yang terjadi hanya sehari setelah pengumuman menunjukkan bahwa reaksi pasar tidak berkepanjangan.

Dari kesimpulan nomor 1 dan 2 dapat dikatakan bahwa pengumuman *dividend initiation* dan *dividend omission* memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ashquith dan Mullin (1983), Healy dan Palepu (1988), serta penelitian Sujoko (1999).

Dari besaran reaksi pasar hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian dari Michaely et.al. (1995) yang menemukan bahwa reaksi pasar lebih kuat pada berita yang bersifat *bad news*. Ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* pada *dividend omission* sebesar -1,8%, sedangkan pada *dividend initiation* sebesar 1%.

3. Dari hasil pengujian ketepatan reaksi pasar dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga, yaitu terdapat *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman *dividend omission* pada perusahaan bertumbuh, tidak dapat diterima. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan (pada 5%) sebesar -2,2% pada sehari sesudah tanggal pengumuman. Arah reaksi yang berkebalikan dari yang diharapkan menunjukkan bahwa investor kurang pintar dalam mengambil keputusan terhadap pengumuman yang memiliki kandungan informasi. Investor yang pintar seharusnya bereaksi positif terhadap pengumuman *dividend omission* pada perusahaan bertumbuh.
4. Dari hasil pengujian ketepatan reaksi pasar dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat, yaitu terdapat *abnormal return* yang negatif di sekitar pengumuman *dividend initiation* pada perusahaan bertumbuh, dapat diterima. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan (pada 10%) sebesar -1,1% pada satu hari setelah pengumuman. Sehingga untuk pengumuman *dividend initiation* pada perusahaan bertumbuh, pasar sudah cukup pintar dalam mengambil keputusan.

Dari hasil pengujian hipotesis nomor 3 dan 4 di atas dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia belum dapat dikatakan sebagai pasar yang efisien setengah kuat secara keputusan. Sebab pasar masih bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividend omission* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh. Pasar yang belum efisien setengah kuat secara keputusan ini dapat ditipu oleh

emiten. Karena investor bereaksi terhadap semua informasi, tanpa memperhatikan tentang prospek pertumbuhan perusahaan. Hasil ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Setyawan (2002) yang menemukan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien setengah kuat secara keputusan.

Saran

Saran yang dapat digunakan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya dapat meneliti tentang faktor-faktor spesifik perusahaan yang menyebabkan terjadinya *abnormal return*.
2. Penelitian selanjutnya dapat menyertakan periode saat krisis dan sebelum krisis. Sehingga periode pengamatan akan semakin panjang. Periode yang semakin panjang akan memperkuat hasil penelitian.
3. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan *proxy Investment Opportunity Set* yang berbeda atau bahkan dapat menggunakan semua *proxy Investment Opportunity Set*.
4. Penelitian selanjutnya dapat meneliti ketepatan reaksi pasar pada *event* yang berbeda seperti merger, akuisisi, dan pemecahan saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. dan I. Swary, 1980, *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*, Journal of Finance 35, p.1-12.
- Asquith, P. dan D.W. Mullins Jr., 1983, *The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders' Wealth*, Journal of Business 56, p. 77-96.
- Bhattacharya, S., 1979, *Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in The Hand' Fallacy*, Bell Journal of Economics 10, p. 259-270.
- Brown, S.J, dan J.B Warner, 1985, *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*, Journal of Financial Economics 14, p. 3-31.
- Fitrianti, Tentet dan Hartono, Jogiyanto, 2002, *Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*, Makalah Simposium Nasional Akuntansi III, hlm. 931-955.
- Hartono, Jogiyanto, 2005, *Pasar Efisien Secara Keputusan*, Gramedia, Jakarta.
- Healy, P.M dan K.G. Palepu, 1988, *Earning Information Conveyed by Dividend Initiation and Dividend Omission*, Journal of Financial Economics 21, p. 149-175.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD). 2000-2007.*
- Michaely, R., Thaler, R., dan Womack, K., 1995, *Price Reaction to Dividend Initiation and Omission*, Journal of Finance 50, p. 573-608.
- Miller, Merton, Rock, Kevin., 1985, *Dividend Policy Under Asymmetric Information*, Journal of Finance 40, p. 1031-1052.
- Ross, S.A., 1977, *Some Notes on Financial Incentive – Signaling Model, Activity Choice and Risk Preference*, Journal of Finance 3, p. 772-792.
- Setiawan, Doddy, 2002, *Pengujian Efisiensi Bentuk Setengah Kuat secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan*, Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Sujoko, 1999, *Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar dengan Pengujian Dividend Signaling Theory*, Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Watts, R., 1973, *The Information Content of Dividends*, Journal of Business 46, p. 191-211.

Woolridge, J.R., 1982, *The Information Content's of Dividend Changes*, The Journal of Financial Research 5, p. 237-247.