

ANALISIS REAKSI INVESTOR DALAM MERESPON PENGUMUMAN DIVIDEN

Edfan Darlis dan Zirman

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Riau
Kampus Bina Widya Km 12,5 Simpang Baru – Pekanbaru 28293

ABSTRAKSI

Penelitian ini merupakan penelitian empiris tentang kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji dampak kesempurnaan investor ke arah ketelitian reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Indonesia. Dimana hasil penelitian ini diharapkan akan menambah wawasan dan pengetahuan tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

Sampel penelitian ini sebanyak 58 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang tidak melakukan pengumuman lain, 40 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan bertumbuh, 18 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan yang tidak bertumbuh, 15 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi, 3 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah. Penelitian ini menggunakan event study untuk menganalisis pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci : Pengumuman dividen meningkat, kandungan informasi, abnormal return, efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan, kecanggihan investor.

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal yang sangat pesat belakangan ini, telah memotivasi para peneliti untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan pasar modal, misalnya isu efisiensi pasar. Penelitian ini menanggapi isu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan yang diusulkan oleh Hartono (1998), dengan menganalisis pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Indonesia. Hartono (1998) menyatakan bahwa efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut Fama (1970) dapat dikembangkan lagi menjadi dua yaitu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi (*informationally efficient market*) dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (*decisionally efficient market*).

Penelitian yang berkaitan dengan pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman dividen telah dilakukan diantaranya Gonedes (1978) menguji dua sinyal potensial perusahaan yaitu perubahan dividen dan komponen *extraordinary* laba akuntansi. Hasil penelitiannya tidak menemukan bukti bahwa pengumuman dividen mengandung informasi, hal ini ditunjukkan dengan *abnormal return* yang diberikan kepada pasar tidak signifikan.

Aharony dan Swary (1980) menguji kandungan informasi pengumuman dividen dan pengumuman

earnings. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa besarnya dividen dan pengumuman *earnings* memberikan informasi yang bermanfaat bagi investor yang dicerminkan oleh perubahan harga saham. Hasil penelitian mereka juga memberikan bukti empiris bahwa informasi dividen lebih berarti daripada pengumuman *earnings*.

Dari penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983) juga diperoleh bukti adanya respon positif yang cukup kuat. *Excess return* yang positif berhubungan dengan besarnya jumlah dividen awal yang dibayarkan, sehubungan dengan hal tersebut maka peningkatan dividen yang dibayarkan untuk periode selanjutnya akan memberikan pengaruh positif besar pada kemakmuran pemegang saham.

Hasil penelitian yang sama juga ditemukan dari penelitian yang dilakukan oleh Bernatzi et al (1997) untuk menguji reaksi pasar terhadap kandungan informasi dividen menurun dan dividen meningkat. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa untuk jangka pendek yaitu tiga hari disekitar pengumuman terdapat reaksi pasar yang signifikan yang mengkonfirmasi kandungan informasi dividen. Selain itu juga ditemukan hubungan proporsional antara *abnormal return* dengan dividen meningkat.

Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Sujoko (1999) yang secara khusus menguji kandungan dividen meningkat dengan menggunakan tiga ekspektasi return dalam penelitiannya yaitu: OLS *market model*, *mean adjusted model*, *market adjusted model*. Hasil penelitiannya membuktikan secara empiris bahwa ketiga model tersebut konsisten mendukung bahwa investor bereaksi positif terhadap pengumuman peningkatan dividen.

Setiawan dan Hartono (2002) menguji efisiensi pasar modal Indonesia secara informasi dan secara keputusan, dengan menggunakan pengumuman dividen meningkat sebagai peristiwanya. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar bereaksi secara positif terhadap pengumuman dividen bertambah.

Hasil-hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan perbedaan hasil yang diperoleh, mendorong peneliti untuk melakukan penelitian lanjutan mengenai reaksi pasar terhadap kandungan informasi pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini didasarkan pada penelitian Marfuah (2001).

Investor Merespon Positif Terhadap Pengumuman Dividen Meningkat.

Benartzi *et al.* (1997, dalam Kurniawati, 2004) melakukan pengujian dengan menggunakan metode *buy and hold strategy* terhadap data harian dan data bulanan. Sampel yang diteliti terdiri dari 255 pengumuman dividen menurun dan 4249 pengumuman dividen meningkat selama periode 1979-1991. Hasilnya menunjukkan untuk jangka pendek yaitu 3 hari sekitar pengumuman ($t-1$, $t-0$ dan $t+1$) terdapat reaksi pasar yang signifikan yang mengkonfirmasi kandungan informasi dividen. Sedangkan untuk jangka panjang menunjukkan ada *excess return* signifikan yang terjadi setahun setelah pengumuman dividen. Jadi perusahaan yang menaikkan (menurunkan) pembagian dividen, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, mengalami *excess return* yang meningkat (menurun).

Di Indonesia, terdapat beberapa penelitian yang berhasil membuktikan kandungan informasi dividen, antara lain adalah Suparmono (2000), Sujoko (1999) serta Setiawan dan Hartono (2002). Suparmono (2000) menguji pengumuman dividen yang terjadi selama periode 1991-1998. Sampel penelitian terdiri dari 182 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen meningkat dan 158 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen menurun.

Temuannya menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan pada $t-5$ dan $t-0$ untuk dividen meningkat

dan pada t-0 untuk dividen menurun. Sujoko (1999) melakukan pengujian terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 1994-1996. Hasilnya menunjukkan bahwa selama 3 hari yaitu, sehari sebelum pengumuman, hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman dividen meningkat terdapat reaksi pasar yang signifikan positif.

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

Sedangkan hasil penelitian menurut Marfuah (2006) investor merespon secara positif signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat pada hari setelah pengumuman, yaitu pada hari ketiga dan keempat setelah pengumuman atau t+3 dan t+4. Pada hari-hari sebelum dan pada saat pengumuman dividen meningkat, investor belum menunjukkan reaksi. Oleh karena itu berdasarkan data penelitian ini, terjadi keterlambatan investor dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Meskipun demikian semua penelitian tersebut memberikan hasil yang konsisten tentang adanya kandungan informasi pengumuman dividen, khususnya pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis:

H1: Investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat.

Penelitian Tentang Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar pada Pengumuman Dividen

Pengujian ketepatan reaksi pasar dibagi menjadi 2, yaitu: pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Untuk mengklasifikasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh digunakan variabel IOS yaitu perbandingan antara nilai pasar dengan nilai buku saham (atau rasio MVE/BE). Perusahaan dikategorikan bertumbuh, jika $MVE/BE \geq 1$ dan dikategorikan tidak bertumbuh, jika $MVE/BE < 1$.

Pasar dapat menyerap informasi ini dengan cepat, kemudian bereaksi positif (negatif) terhadap kabar baik (buruk). Oleh karena itu, investor harus mampu membedakan antara perusahaan berprospek dan tidak berprospek supaya tidak dibodohi oleh emiten. Apabila kenaikan dividen tersebut berasal dari perusahaan yang berprospek ekonomis, maka pasar akan bereaksi positif. Akan tetapi, apabila perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tersebut merupakan perusahaan tidak berprospek, maka pasar akan bereaksi negatif.

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

Penelitian mengenai pasar efisien bentuk setengah kuat secara keputusan masih jarang dilakukan. Sujoko (1999) melakukan penelitian terhadap *Dividend Signalling Theory* di BEJ, selama periode

1994-1996. Penelitiannya menggunakan nilai pasar *asset* dibagi nilai buku sebagai proksi perusahaan berprospek atau tidak sehingga diperoleh 96 perusahaan yang bertumbuh dan mengumumkan kenaikan dividen dari 54 perusahaan yang tidak bertumbuh, tetapi mengumumkan kenaikan dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan investor merespon positif kedua sub sample ini. Berarti, investor di Indonesia tidak memperhitungkan apakah perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen adalah perusahaan yang bertumbuh atau tidak. Atau dengan kata lain, investor di Indonesia masih belum canggih, sehingga Bursa Efek Indonesia belum efisien setengah kuat secara keputusan.

Marfuah (2006) melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dalam merespon pengumuman dividen meningkat menyimpulkan bahwa reaksi pasar dari (t-5) sampai dengan (t-1) tidak signifikan. Reaksi pasar yang signifikan positif terjadi pada hari peristiwa (t0), pada hari pertama setelah pengumuman dividen (t+1) dan hari ketiga setelah pengumuman dividen (t+3). Menunjukkan bahwa pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh direaksi oleh investor dengan arah yang benar, yaitu positif. Sedangkan pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi bagi investor. Akan tetapi arah reaksinya positif sehingga berlawanan dengan prediksi semula yang memperkirakan pasar akan bereaksi negatif. Reaksi pasar ini tidak tepat, karena investor tidak canggih dalam menyikapi sinyal yang diberikan oleh manajemen. Artinya investor menggunakan informasi pengumuman pembayaran dividen tanpa memperhatikan kemampuan perusahaan tersebut untuk bertumbuh dan berkembang di masa yang akan datang. Oleh karena itu berdasarkan hasil penelitian ini bisa disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta periode 2000 sampai 2002 belum efisien setengah kuat secara keputusan.

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

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

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

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mengumumkan dividen meningkat pada periode 2003 - 2008. Adapun pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*.

Untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *abnormal return* dengan beta koreksi (ARPKOR).

a. ***Abnormal return* dengan beta koreksi (ARPKOR).**

ARPKOR adalah *return* tidak normal metode pasar (market model). Untuk menentukan ARPKOR, *return* diharapkan yang digunakan adalah *return* ekspektasi dari persamaan regresi dengan beta yang sudah dikoreksi. Persamaan regresi untuk *return ekspektasi* ARPKOR ini dibentuk dengan nilai-nilai *return* selama setahun.

b. **Perubahan pembayaran dividen**

Variabel perubahan pembayaran dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dari periode t ke periode sebelumnya yaitu pembayaran dividen yang naik dan dividen yang turun yang dinyatakan dalam persentase. Persentase perubahan dividen merupakan proksi untuk kandungan informasi

yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri.

Bila ΔDPS_{it} lebih besar dari 0, maka dikategorikan sebagai dividen naik, dan bila lebih kecil dari 0 dikategorikan dividen menurun.

1) Return Ekspektasi

Return ekspektasi adalah return yang diharapkan akan terjadi pada sebuah sekuritas. Return ekspektasi saham harian dihitung dengan menggunakan *market adjusted model* dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

2) Return Tidak Normal (*Abnormal Return*)

Return tidak normal (*abnormal return*) merupakan selisih antara return realisasi dan return ekspektasi. Untuk menghitung return tidak normal dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market adjusted model*). Mengitung Rata-Rata Return Tidak Normal (*Average Abnormal Return*)

3) Akumulasi Return Tidak Normal (*Cumulative Abnormal Return*)

Cumulative Abnormal Return (CAR) atau Akumulasi Return Tidak Normal (*ARTN*) merupakan akumulasi tidak normal pada periode jendela, yaitu pada hari ke-t untuk perusahaan ke-i. Untuk menghitung akumulasi return tidak normal masing-masing sekuritas dengan menggunakan rumus:

Metode Analisis Data

Untuk menguji hipotesis 1 dan 2 digunakan uji beda rata-rata, yaitu *one sample t-test* karena masing-masing sub sampel yang akan diuji lebih dari 30 perusahaan, sehingga diasumsikan data berdistribusi normal. Sementara untuk menguji hipotesis 3 sampai 5 digunakan uji beda non parametrik, yaitu *runs test* karena masing-masing sub sampel yang akan diuji kurang dari 30 perusahaan. *One sample t-test* maupun *runs test* digunakan secara statistik terdapat *abnormal return* (positif dan negatif) di sekitar tanggal pengumuman dividen meningkat. Tingkat keyakinan yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0.95 atau $\alpha = 0.05$. Jika nilai signifikansi positif (tingkat keyakinan) dianggap sebagai kabar baik (*good news*) dan jika nilai signifikansi negatif dianggap sebagai kabar buruk (*bad news*). Untuk hal tersebut digunakan pengujian t (*t-test*). Reaksi yang terjadi dapat signifikan positif atau signifikan negatif. Dalam penelitian ini digunakan penelitian satu arah (*one tailed*) karena peneliti memiliki informasi mengenai arah kecenderungan dari karakteristik populasi yang sedang diamati.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Pengujian dan Hasil Pengujian Kandungan Informasi Pengumuman Dividen Meningkat

Pengujian hipotesis pertama (H_1) yaitu pengujian tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat dilakukan untuk mengetahui apakah investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2003-2008 sehingga terdapat *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen meningkat.

Tabel IV.1 : Hasil Pengujian Hipotesis 1

(Untuk Sub-sampel 1 atau Semua Sampel Penelitian)

Hari	Rata-rata Abnormal Return	t-hitung	Sig (one-tailed)
T-5	0.03110	3.573*	0.005
T-4	0.03148	3.632*	0.005
T-3	0.03272	3.778*	0.000
T-2	0.03011	3.443*	0.005
T-1	0.03377	3.710*	0.000
T0	0.03521	3.884*	0.000
T+1	0.03519	3.962*	0.000
T+2	0.03256	3.499*	0.005
T+3	0.03447	3.874*	0.000
T+4	0.03577	4.025*	0.000
T+5	0.03343	3.717*	0.000

*Signifikan pada 5%

Berdasarkan tabel VI.1 dapat di lihat bahwa investor merespon secara positif signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat pada hari lima hari sebelum pengumuman, pada hari pengumuman dan pada 5 hari setelah pengumuman. Pada hari sebelum, pada saat dan sesudah pengumuman, investor sudah menunjukkan reaksi dengan nilai *abnormal return* positif signifikan (t-5) sebesar 0.03110, (t-4) sebesar 0.03148, (t-3) sebesar 0.03272, (t-2) sebesar 0.03011, (t-1) sebesar 0.03377, (t0) sebesar 0.03521, (t+1) sebesar 0.03519, (t+2) sebesar 0.03256, (t+3) sebesar 0.03447, (t+4) sebesar 0.03577, (t+5) sebesar 0.03343. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen meningkat di Indonesia berdasarkan data tersebut mempunyai kandungan informasi yang signifikan.

Adanya *abnormal return* yang signifikan pada t-5, t-4, t-3, t-2, t-1(hari-hari sebelum pengumuman) mengindikasikan bahwa sebelum pengumuman dividen meningkat yang diumumkan, kemungkinan informasi tersebut sudah diketahui investor sebelum RUPS perusahaan, para investor melakukan pengumuman tersebut untuk melakukan transaksi sehingga reaksi terjadi sebelum pengumuman dividen meningkat. Adanya *abnormal return* yang signifikan pada t0 (hari pengumuman) dan t+1, t+2, t+3, t+4, t+5 (hari-hari setelah pengumuman) masih mengandung informasi dan reaksi yang berkepanjangan.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi Sujoko (1999), Suparmono (2000) serta Setiawan dan Hartono (2000) yang sebelumnya telah berhasil membuktikan kandungan informasi dividen. Sujoko (1999) melakukan penelitian terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 1994-1996. Hasilnya menunjukkan bahwa selama 3 hari yaitu, sehari sebelum pengumuman, hari pengumuman, sehari setelah pengumuman dividen meningkat terdapat reaksi pasar yang signifikan.

2. Pengujian dan Hasil Pengujian Ketepatan Reaksi Pasar Pada Pengumuman Dividen Meningkat

Pengujian hipotesis kedua (H_2) dan hipotesis ketiga (H_3) yaitu pengujian tentang ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat atau pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan. Pengujian ketepatan reaksi pasar dibagi menjadi 2 yaitu: pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Berdasarkan penghitungan nilai rasio MVE/BE, dari 58 perusahaan (sub sample 1), 40 perusahaan

diantaranya termasuk dalam kategori bertumbuh (sub sampel 2) dan 18 perusahaan tidak bertumbuh (sub sampel 3). Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat secara keputusan apabila investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

Pengujian hipotesis kedua (H_2) dan hipotesis ketiga (H_3) dilakukan untuk mengetahui apakah investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2003-2008 yang dinyatakan oleh perusahaan yang bertumbuh dan apakah investor merespon negatif terhadap pengumuman dividen meningkat periode 2003-2008 yang dinyatakan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh. Sehingga terdapat *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman dividen meningkat. Untuk mengetahui hal ini hipotesis yang diuji adalah:

Respon investor ini di proksi dengan menggunakan *abnormal return* positif yang signifikan di sekitar hari pengumuman dividen meningkat yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman dividen meningkat. Hasil pengujian hipotesis kedua (H_2) dan hipotesis ketiga (H_3) dapat dilihat dalam tabel IV.2 dan IV.3.

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

Hari	Rata-rata Abnormal Return	t-hitung	Sig (one-tailed)
T-5	0.0337556	3.181*	0.0015
T-4	0.0329516	3.079*	0.002
T-3	0.0333978	3.113*	0.0015
T-2	0.0325916	3.036*	0.002
T-1	0.0374865	3.324*	0.001
T0	0.0389670	3.465*	0.0005
T+1	0.0378907	3.417*	0.0005
T+2	0.0342972	2.943*	0.0025
T+3	0.0371322	3.352*	0.001
T+4	0.0387098	3.474*	0.0005
T+5	0.0354990	3.157*	0.0015

*Signifikan pada 5%

Dari analisis di atas, menunjukkan bahwa selama 11 (sebelas) hari periode pengamatan mempunyai kandungan informasi yang signifikan. Sesuai dengan hipotesis 2 bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan perusahaan bertumbuh. Hal ini terjadi karena investor belum menginterpretasikan dan menganalisis informasi pengumuman dividen meningkat tersebut sebagai kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*), semua informasi pengumuman dividen meningkat ini dianggap sebagai kabar baik (*good news*) tanpa menganalisisnya lebih lanjut. Secara definisi, ini berarti pasar sudah efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Akibatnya hanya investor

yang canggih saja dapat menikmati (*sophisticated*) keuntungan tidak normal yang disebabkan karena mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibandingkan dengan investor yang kurang atau tidak canggih (*naïve*) (Jogiyanto, 2003).

Hasil penelitian ini konsisten dengan Setiawan dan Hartono (2002) melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dalam merespon pengumuman dividen meningkat pada periode 1992-1996 yang menyatakan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh. Begitu juga dengan hasil penelitian Marfuah (2002) melakukan penelitian terhadap pengumuman dividen meningkat selama periode 2000-2002. Hasilnya menunjukkan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

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

Hari	Median Abnormal Return	Succes (s)	p-value
T-5	-0.0012	0	0.233
T-4	0.0000	6	0.5
T-3	0.0012	0	0.233
T-2	0.0000	2	0.424
T-1	-0.0001	0	0.404
T0	0.0000	2	0.120
T+1	0.0000	0	0.233
T+2	0.0006	0	0.5
T+3	0.0012*	0	0.0445
T+4	0.0026	0	0.404
T+5	0.0002	0	0.233

* Signifikan pada 5%

Berdasarkan tabel IV.3 dapat di lihat bahwa reaksi pasar yang positif signifikan pada (t+3) dengan median *abnormal retrun* 0.0012. Sebenarnya selama 2 hari, yaitu (t-5) dan (t-1) pasar bereaksi negatif dengan median abnormal return masing-masing sebesar -0.0012 dan -0.0001. Namun reaksi negatif terjadi selama 2 hari tersebut secara statistik tidak signifikan. Reaksi ini tidak tepat, karena investor tidak canggih dalam menyikapi sinyal yang diberikan manajemen.

Berdasarkan kedua pengujian di atas, hasil penelitian ini konsisten dengan Setiawan dan Hartono, maupun Marfuah yang menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat, baik yang diberikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hal ini mengindikasikan bahwa investor masih naïve dan dibodohi oleh perusahaan, sehingga tidak mampu membedakan antara sinyal yang valid (berasal dari perusahaan bertumbuh) dan sinyal yang tidak valid (berasal dari perusahaan tidak bertumbuh). Oleh karena itu berdasarkan hasil penelitian ini disimpulkan

bahwa pasar modal Indonesia khususnya BEI periode 2003-2008 belum efisien setengah kuat secara keputusan.

KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah diuraikan pada bagian sebelumnya menghasilkan beberapa kesimpulan yang secara ringkas disajikan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian tentang kandungan informasi menunjukkan adanya respon positif pasar terhadap pengumuman dividen meningkat pada seluruh sampel. Respon positif tersebut terjadi pada lima hari sebelum pengumuman, pada hari pengumuman dan lima hari setelah pengumuman. Hasil ini mengindikasikan bahwa pengumuman dividen meningkat di Indonesia mempunyai kandungan informasi positif.
2. Hasil pengujian tentang ketepatan reaksi pasar menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh. Investor di Indonesia menganggap semua informasi kenaikan dividen mempunyai nilai ekonomis, investor tidak menganalisis terlebih dahulu apakah sinyal tersebut valid atau tidak, sehingga reaksi investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh menjadi kurang tepat. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia khususnya periode 2003-2008 belum efisien setengah kuat secara keputusan.

2. Keterbatasan Penelitian

Beberapa saran yang diajukan peneliti adalah:

1. Sampel penelitian sangat kecil, karena hanya terdiri dari 58 perusahaan, sehingga sebaik sampel ditambah agar lebih representatif mewakili populasi.
2. Penggunaan rasio individual yaitu rasio MVE/BE sebagai variabel pengukur IOS kemungkinan kurang tepat. Untuk itu perlu dicari alternatif pengujian rasio lain sebagai bahan perbandingannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, Kamaruddin, 1996. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*, PT. Rineke Cipta, Jakarta.
- Ardiyos, 1998. *Kamus Pasar Modal*, Citra Harta Prima, Jakarta.
- Baridwan, Zaki, 1997. *Intermediate Accounting*, Edisi ketujuh, BPFE, Yogyakarta.
- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely dan Richard H. Thealer, 1997, "Do Changes in Dividend Signal the future or the Past?", *The Journal of Finance* 52: 1007-1034.
- Darmadji, T dan H M. fahrudin, 2006. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*, Salemba Empat, Jakarta.
- Fama, E.F., 1970, "Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* (May): 383-417.
- Firth, Michael, 1996, "Dividend Changes, Abnormal Return, and Intra-Industry Firm Valuations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (June): 189-211.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver, 1993. "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal Of Accounting & Economics* , 16:125-160
- Gelb, David S, 1999, "Corporate Signalling with Dividend, Stock Repurchase, and Accounting

- Disclosure: An Empirical Study”, *Journal of Accounting, Auditing dan Finance*: 99-120.
- Gustiyantri, Nurwelly, 2008, *Analisis Harga Saham Terhadap Pengumuman Reshuffle Kabinet Indonesia Bersatu 5 Desember 2005 dan 7 Mei 2007*, Skripsi S1 FE UNRI.
- Indonesian Capital Market Directory
- Irawati, Natalia Agnes, 2008. Analisis Pengaruh Investor terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta. Skripsi S1 FE UNRI.
- Indriantoro, Nur, 2000. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*, Penerbit BPFE, Yogyakarta
- Jogiyanto H.M., 1999. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi pertama, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Jogiyanto H.M., 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 2. Penerbit Rineka Cipta, Semarang.
- Jogiyanto H.M., 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 3, BPFE, Yogyakarta.
- Kurniawati, Indah, 2004. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return: Pengujian Signaling Hypotesis di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*.
- Marfuah, 2001. “Kemahiran Investor dan Pola Return Saham Setelah Pengumuman Laba: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ”. *Jurnal Wahana*.
- Marfuah, 2006. Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Volume 10. No 2*.
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock, 1985, *Dividen Policy under Asymmetric Information*”, *The Journal of Finance* 40 (September): 893-906.
- Myers, S 1997.” Determinants of Corporate Borrowing.” *Journal Financial Economics*, 5:147-175
- Pebriana, Dian. 2003. Reaksi Pasar atas Pengumuman Laba Tahunan Perusahaan Finance di Bursa Efek Jakarta. Skripsi S1 FE UNRI
- Petit, Richardson R., 1972. “Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency”. *The Journal of Finance* 27 (December): 993-1007.
- Priyatno, Dwi. 2009. *5 Jam Belajar Olah Data dengan SPSS 17*. Yogyakarta: Andi Yogyakarta.
- Putra, Dianata Eka, 2002. *Berburu Uang di Pasar Modal*, Penerbit EFFHAR, Semarang.
- Setiawan, Doddy dan Hartono, Jogiyanto, 2002. “Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan”. *Simposium Nasional Akuntansi 5*. Ikatan Akuntan Indonesia. Semarang: 334-347. *Journal of Economics Behavior and Organizations* (August):44-66.
- Smith Jr.Clifford W., dan Ross L.Watss, 1992. ”The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies,” *Journal of Fianancial Economics*, 2:263-292
- Sujoko, 1999. *Analisis Kandungan informasi dan Ketepatan Reaksi Pasar. Pengujian terhadap Dividend Signalling Theory, Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Tesis S-2. Universitas Gajah Mada (Tidak dipublikasikan).
- Suparmono, 2000. “Dividend Announcement Effects on Stock Return: A Test of Signalling Hypotesis in the Indonesian Stock Market”. *Gajah Mada International Journal of Business* 2 (September): 351- 368.
- Usman, Marzuki, dkk, 1997. *Intermediate Accounting*, Edisi ketujuh, Institute Bankir Indonesia, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Thomas. E. Copeland, 1999. *Manajemen Keuangan, diterjemahkan oleh Jaka Wisana dan Kribandoko*, Erlangga, Jakarta.