

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Dividen

Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan sebagai cadangan perusahaan. Menurut Hanafi (2004), dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pimpinan.

Dividen signaling theory (Mamduh 2004), saat ini banyak digunakan oleh peneliti sebagai kerangka teori dalam melakukan penelitian di pasar modal, khususnya yang berkaitan dengan kandungan dividen. *Dividend signalling theory* merupakan teori yang menyatakan bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer mengenai keyakinan mereka tentang perkembangan perusahaan di masa depan (Miller dan Rorke, 1985). Manajer sebagai pihak dalam tentu mempunyai akses yang lebih baik mengenai kemampuan perusahaan dan mereka dapat menyampaikan keyakinannya mengenai perkembangan perusahaan kepada investor melalui pengumuman dividen. Gelb (1994) membuktikan bahwa dividen merupakan suatu sinyal yang baik untuk menyampaikan maksud perusahaan kepada investor. Pengumuman dividen dapat digunakan investor

untuk memperkecil asimetri informasi atau informasi yang bersifat privat yang dimiliki oleh investor tertentu dengan manajer, sehingga pengumuman dividen merupakan informasi yang berguna untuk pengambilan keputusan. Oleh karena itu, pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna. Pengumuman dividen adalah salah satu pengumuman yang paling sering digunakan oleh manajer untuk menginformasikan prestasi prospek perusahaan. Apabila informasi itu dianggap positif maka akan direaksi secara positif dan juga sebaliknya apabila negatif maka akan juga direaksi negatif oleh pasar.

Dalam Hanafi (2004) ada beberapa argumen yang mendukung pembayaran dividen tinggi yaitu sebagai berikut:

a. Mengurangi Ketidakpastian.

Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan saat ini. Karena dividen diterima saat ini, sedangkan *capital gain* diterima dimasa mendatang, ketidakpastian dividen akan lebih kecil dibandingkan ketidakpastian *capital gain*. Karena faktor ketidakpastian berkurang maka investor semacam itu mau membayar harga yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen tinggi. Nilai saham akan ditentukan oleh *present value* dari dividen yang akan diterima investor saat ini dan di masa mendatang. Dividen dimasa mendatang akan lebih beresiko dibandingkan dengan dividen yang dibayarkan saat ini.

b. Mengurangi Konflik Keagenan Antara Manajer Dengan Pemegang Saham

Argumen lain yang mendukung pembayaran yang tinggi datang dari kerangka teori keagenan (*agency theory*). Menurut teori ini konflik bisa terjadi

antara pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan. Sebagai contoh, manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan agar tujuan pemegang saham (maksimalisasi kemakmuran pemegang saham) dapat tercapai. Tetapi manajer bisa saja mempunyai agenda sendiri untuk tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham. Misalkan perusahaan mempunyai kelebihan kas atas proyek dengan *NPV positif (free cash flow)*, yang didefinisikan sebagai kelebihan kas setelah semua investasi dengan NPV yang positif didanai). Kas tersebut akan lebih baik jika dibagikan ke pemegang saham, dan pemegang saham akan memanfaatkan kas tersebut dengan cara mereka sendiri. Tetapi manajer barangkali tidak mau membagikan kas tersebut karena ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut. Dalam konteks semacam itu, pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh investor, karena akan mengurangi potensi konflik antara manajer dengan pemegang saham.

2. Efisiensi Pasar

Pasar dikatakan efisien apabila pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Menurut Tandelilin (2001) pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia, informasi ini meliputi informasi dimasa lalu seperti laba perusahaan tahun lalu, maupun informasi saat ini yakni rencana kenaikan dividen tahun ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang berkembang di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan

harga seperti apabila banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham naik, maka informasi tersebut akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik.

Definisi efisiensi pasar ini akan melihat pasar dalam proses dinamik, yang menurut Beaver (2002) mendasarkan pada distribusi informasi yang dimiliki oleh investor. Dimana pasar efisien jika harga-harga sekuritas terjadi jika setiap orang mempunyai informasi yang sama. Definisi efisiensi pasar yang statis tidak mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan kecepatan proses distribusinya.

Asymmetric information adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja. *Asymmetric information* dapat merugikan pasar modal yang menawarkan sekuritas – sekuritas yang berkualitas. Sehingga emiten yang menawarkan sekuritas berkualitas secara sukarela mengungkapkan semua informasi yang mereka miliki sehubungan dengan sekuritas tersebut untuk mengurangi asimetris. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi ini dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki informasi ini (Jogiyanto, 2000).

a. Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

Dalam Jogiyanto (2000) dijelaskan mengenai penelitian yang dilakukan oleh Fama (1970) yang menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu,

informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut :

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga–harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu yang sudah terjadi. Maka dalam bentuk ini nilai–nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang, sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika harga–harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, sehingga tidak hanya mencerminkan harga saham masa lalu. Informasi yang dipublikasikan adalah sebagai berikut :

- a. Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh informasi yang dipublikasikan ini adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman marjer dan akuisisi, pengumuman pergantian pimpinan perusahaan dan sebagainya.

- b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini adalah regulasi untuk meningkatkan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas yang tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten didalam industri perbankan.
- c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan terdaftar dipasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak pada perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akutansi yang mencantungkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak pada ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan disuatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan. Jika pasar pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu lama. Berikut ini menunjukkan macam-macam pengumuman yang dapat mempengaruhi harga sekuritas :
 1. Pengumuman yang berhubungan dengan laba, laporan tahunan awal, laporan tahunan detail, laporan perubahan metode akutansi, laporan audit dan lainnya.

2. Pengumuman-pengumuman peramalan oleh pejabat perusahaan (*Forecast Announcement by Company Official*). Seperti peramalan laba sebelum tahun fiskal, estimasi laba setelah akhir tahun fiskal, peramalan penjualan, dan lainnya.
3. Pengumuman-pengumuman pendanaan (*Financing Announcement*), pengumuman yang berhubungan dengan hutang, seperti sekuritas *hybrid*, sewa-guna, persetujuan *standby credit*, pelemparan saham kedua, pemecahan saham, pembelian kembali saham, pengumuman *joint venture* dan lainnya.
4. Pengumuman-pengumuman dividen (*Dividend Announcement*) seperti distribusi kas dan distribusi saham.
5. Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah (*Government-related Announcement*) seperti, dampak dari peraturan baru, investigasi-investigasi terhadap kegiatan perusahaan, keputusan-keputusan regulator, dan lainnya.
6. Pengumuman investasi (*Investment Announcement*) seperti, eksplorasi, R&D dan lainnya.
7. Pengumuman-pengumuman ketenagakerjaan (*Labor Announcement*) seperti, negoisasi, kontrak baru, pemogokkan, dan lainnya.
8. Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan hukum (*Legal Announcement*) seperti, tuntutan terhadap perusahaan, atau terhadap menejanya, dan lainnya.
9. Pengumuman-pengumuman pemasaran, produksi dan penjualan (*Marketing, Production and Sales*) seperti, pengiklanan, rincian kontrak,

produk baru, perubahan harga, penarikan produk, laporan-laporan produksi, laporan-laporan penjualan, rincian jaminan dan lainnya.

10. Pengumuman-pengumuman manajemen direksi seperti, susunan direksi, manajemen, rincian struktur organisasi.
11. Pengumuman-pengumuman manajer ambilah diversifikasi, seperti laporan-laporan merger, laporan-laporan investasi ekuitas, laporan-laporan mengambil, laporan-laporan diversifikasi, dan lainnya.
12. Pengumuman industri sekuritas, seperti laporan-laporan pertemuan tahunan, perubahan kepemilikan saham, trading, laporan harga dan volume perdagangan, pembatasan perdagangan dan lainnya.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga – harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi yang privat. Semua informasi baik yang dipublikasikan maupun tidak dipublikasikan sudah tercermin dalam sekuritas saat ini. Dalam bentuk efisien kuat seperti ini tidak akan ada investorpun yang bisa memperoleh *return* tidak normal.

Pada tahun 1991, Fama mengemukakan penyempurnaan atas klarifikasi efisiensi pasar tersebut. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu kualifikasi yang bersifat umum untuk menguji prediktabilitas *return* (*return*

predictability), pada klasifikasi ini, informasi mengenai pola *return* sekuritas, seperti *return* yang tinggi dibulan Januari dan hari Minggu, tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *return abnormal*. Sedangkan efisiensi bentuk setengah kuat dapat dilakukan dengan pengujian *event studies* dan bentuk kuat dapat dilakukan pengujian *privat information*.

3. Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai informasi suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Jika suatu pengumuman mengandung informasi diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan *return* tidak normal. *Return* tidak normal atau sering disebut *abnormal return* merupakan kelebihan *return* sesungguhnya terjadi pada waktu normal. *Return* normal ini dikenal dengan *return* ekspektasi atau *return* yang diharapkan oleh para investor. Dengan demikian *return* tidak normal adalah *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi.

4. *Abnormal Return*

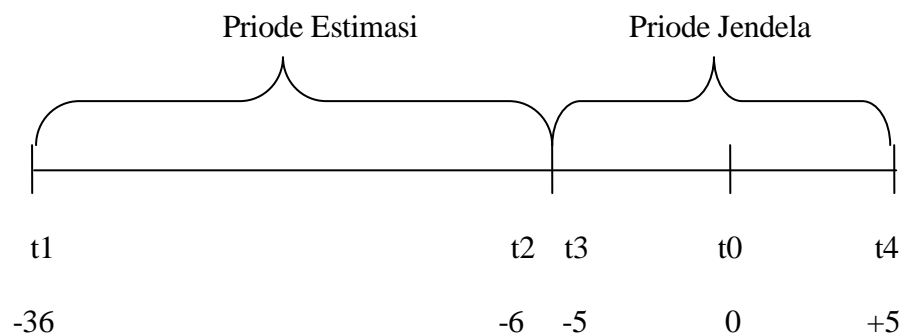
Return tidak normal menjadi focus dalam studi peristiwa yang mengamati harga atau efisiensi pasar. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi atau *return*

yang diharapkan oleh investor (Jogiyanto, 2007). Ada tiga cara untuk mengestimasi *return* tidak normal, yakni :

a. Model Disesuaikan Rata-Rata

Model ini beranggapan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Menggunakan model ini, *return* ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian *return* realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi, periode yang umumnya dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk data harian, dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

T1 sampai dengan t2 merupakan periode estimasi (*estimation period*), t3 sampai t4 merupakan periode jendela dan t0 adalah saat terjadinya peristiwa. Pada penelitian ini menggunakan periode estimasi selama 30 hari di seperti seperti pada gambar 2.1.



Gambar 2.1. Priode Estimasi dan Priode Jendela

b. Model Pasar (*Market Mode*)

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model ini dilakukan dengan dua tahapan, yaitu : (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*).

c. Model Disesuaikan Pasar (*Market Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

B. Penelitian Terdahulu

Wilopo (2003) melakukan penelitian terhadap transfer informasi pengumuman dividen di Bursa Efek ASEAN, yaitu: Kuala Lumpur *Stock Exchange*, Singapore *Stock Exchange* dan Jakarta *Stock Exchange*. Sampel penelitian adalah perusahaan yang mengumumkan perubahan dividen pada tahun 1993 sampai dengan 1996. Hasil penelitian adalah pada saat suatu perusahaan mengumumkan dividen meningkat, maka pemegang saham perusahaan yang mengumumkan atau perusahaan lain pada industri yang sama memperoleh hasil *abnormal return* yang positif. Sebaliknya pada pengumuman dividen menurun, pemegang saham perusahaan yang mengumumkan atau perusahaan lain pada

industri yang sama akan mengalami *return tidak normal* negatif. Penelitian tersebut berhasil membuktikan adanya kandungan informasi pada pengumuman dividen.

Setiawan dan Hartono (2003) melakukan pengujian terhadap pengumuman dividen meningkat periode 1992-1996. Sampel penelitian terdiri dari 132 perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat pada saat pengumuman. Hasil penelitian Setiawan dan Hartono (2003) mengkonfirmasi Suparmono (2000) yang membuktikan bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Sementara, Soetjipto (1997) menguji tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dalam penelitian tersebut berjumlah 40 yang terbagi menjadi 12 pengumuman dividen meningkat, 9 pengumuman dividen tetap dan 19 pengumuman dividen menurun. Hasil penelitian tersebut tidak dapat membuktikan adanya kandungan informasi dividen. Hal itu berarti pengumuman dividen tidak mengandung informasi yang berarti bagi investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Amsari (1993), Soetjipto (1997), Raharjo (2000) juga tidak berhasil membuktikan kandungan informasi pengumuman dividen, namun Suparmono (2000), Setiawan dan Hartono (2003). Amsari (1993) melakukan penelitian terhadap 57 perusahaan yang mengumumkan dividen di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1990 sampai 1992. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh pada harga saham

di Bursa Efek Jakarta. Penelitian tersebut tidak berhasil menemukan bukti bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi bagi investor.

Raharjo (2000) melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan 84 sampel perusahaan yang membayar dividen meningkat dan menurun. Hasil penelitian tersebut adalah pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1994. Perubahan pembayaran dividen tidak memiliki pengaruh terhadap return saham selama tahun 1994. Hasil penelitian Amsari (1993), Soetjipto (1997) dan Raharjo (2000) menunjukkan investor tidak menggunakan informasi pengumuman dividen untuk mengambil keputusan investasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Suparmono (2000) menguji pengumuman dividen yang terjadi selama periode 1991-1998. Sampel penelitian terdiri dari 182 perusahaan yang mengumumkan pengumuman 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, serta pada $t+1$ untuk dividen menurun. Penelitian terhadap *cumulative return* tidak normal menunjukkan bahwa pada pengumuman dividen meningkat ternyata pasar bereaksi lambat, sehingga investor dapat menikmati *return* tidak normal positif selama 7 hari ($t-5$ sampai dengan $t+1$). Sedangkan untuk pengumuman dividen menurun ternyata investor bereaksi dengan cepat, sehingga mereka hanya mengalami kerugian pada jangka pendek saja yaitu saat pengumuman, sedangkan periode yang lebih panjang (7 hari) ternyata investor tidak mengalami penurunan *abnormal return*. Perbandingan reaksi pasar terhadap

bad news dan *good news* juga menunjukkan bahwa pasar bereaksi lebih kuat terhadap *bad news* daripada *good news*.

C. HIPOTESIS

1. *Return* Tidak Normal Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen

Husnan (1993) menyatakan, dalam kondisi dimana investor dihadapkan pada ketidakpastian hasil investasi, maka penggunaan dividen sebagai suatu indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan merupakan hal yang diterima. Disamping itu, pengumuman dividen juga mengandung informasi mengenai persepsi manajemen tentang prospek perusahaan dimasa yang datang, yaitu jika dikaitkan dengan keuntungan yang diharapkan perusahaan serta aliran kas untuk membayar dividen. Demikian pula, penurunan dividen dapat ditafsirkan sebagai penurunan keuntungan dimasa yang akan datang. Pembagian dividen kepada pemegang saham juga menyebabkan posisi kas suatu perusahaan semakin berkurang. Hal ini mengakibatkan *leverage* (rasio antara hutang terhadap ekuitas) akan semakin besar. Dampak yang timbul adalah para pelaku pasar akan berpikiran negatif terhadap perusahaan. Melihat hal tersebut paling tidak telah memberikan suatu gambaran tentang adanya pengaruh berbeda-beda yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen pada waktu *ex dividen date*.

H1: Pasar Merespon Pengumuman Dividen Terdapat *Return* Tidak Normal Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen

2. Return Tidak Normal Pada Perusahaan Yang Membagikan 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).

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.

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 2 adalah:

H2: Pasar Merespon Pengumuman Dividen Terdapat *Return* Tidak Normal Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen Meningkat.

3 *Return* Tidak Normal Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen Meningkat Pada Perusahaan Bertumbuh

Hartono (1998) menyatakan bahwa investor harus canggih dalam mengolah informasi, sehingga mampu bereaksi secara tepat. Dalam kasus pengumuman dividen, investor harus dapat membedakan antara sinyal yang diberikan oleh perusahaan yang mempunyai prospek dan yang tidak mempunyai prospek. Lintner (1956) berargumen bahwa kenaikan dividen merupakan sinyal dari manajemen mengenai kepercayaan mereka bahwa laba akan mengalami peningkatan secara permanen di masa depan. Pemberian sinyal ini membutuhkan *cost*, maka hanya perusahaan berprospek yang mampu menanggungnya. Apabila sinyal tersebut diberikan oleh perusahaan yang tidak berprospek, maka perusahaan tersebut tidak akan mampu menanggung *signalling cost* dan akan mengalami kesulitan likuiditas, yang pada gilirannya justru akan merugikan investor. Oleh karena itu, investor harus mampu membedakan antara perusahaan berprospek dan tidak berprospek supaya tidak dibodohi oleh emiten. Apabila kenaikan dividen tersebut berasal dari perusahaan yang berprospek ekonomis,

maka pasar akan bereaksi positif. Akan tetapi, apabila perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tersebut merupakan perusahaan tidak berprospek, maka pasar akan bereaksi negatif. Hartono (1998) menyatakan bahwa definisi pasar yang mencakup ketersediaan informasi dan ketepatan reaksi pasar merupakan pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (*decisionally efficient market*). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan tingkatannya lebih tinggi daripada pasar efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

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

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

investor bereaksi positif baik terhadap pengumuman dividen meningkat yang dinyatakan oleh perusahaan bertumbuh maupun oleh perusahaan tidak bertumbuh.

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

H3: Pasar Merespon Pengumuman Dividen Terdapat *Return* Tidak Normal Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen Meningkatkan Pada Perusahaan Bertumbuh