

Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat Secara Informasi terhadap Pengumuman Inisiasi Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000 - 2003)

Ronowati Tjandra
Email : Ronowatitjandra@gmail.com
Akademi Akuntansi YKPN Yogyakarta

ABSTRACT

This research explore the examination of semistrong form-informationally efficient capital market in Jakarta Stock Exchange towards the initiation dividend announcements. This examination focused on the effort to show the influence of initiation dividend announcement towards abnormal return at the event date and the around of that announcement and the speed of adjustment of stock price to the equilibrium price. This research using 17 firms which was identified announcing initiation dividend 1 year after IPO (Initial Public Offering) as samples during the period 2000 until 2003 after be selected according to the conditional that stated in this research. This research was an event study that take 10 days before and 10 days after the date of announcement, so that the estimation period which be used in this examination were 21 days. The result of this research shows that capital market of Indonesia, which represented by Jakarta Stock Exchange have already informationally- semistrong form efficient market to the initiation dividend announcement. This result was indicated by the information content in the initiation dividend announcement that positive and significant about 6% in the event date, and surely, there was speed of adjustment from the market reaction to initiation dividend announcement that take 1 day only i.e. one day at the event date. This research also supported the agency cost model and the signaling theory, which shown by both the high level of agency cost and informational asymmetry.

Key words: *Efficient Capital Market, Initiation Dividend.*

ABSTRAK

Penelitian ini mengeksplorasi pemeriksaan semi kuat pasar modal bentuk-informationally efisien di Bursa Efek Jakarta terhadap pengumuman dividen inisiasi. Pemeriksaan ini difokuskan pada upaya untuk menunjukkan pengaruh

dividen inisiasi pengumuman terhadap abnormal return pada tanggal acara dan sekitar pengumuman itu dan kecepatan penyesuaian harga saham dengan harga keseimbangan. Penelitian ini menggunakan 17 perusahaan yang diidentifikasi mengumumkan dividen inisiasi 1 tahun setelah IPO (Initial Public Offering) sebagai sampel selama periode 2000 sampai 2003 setelah dipilih sesuai bersyarat yang dinyatakan dalam penelitian ini. Penelitian ini merupakan event study yang mengambil 10 hari sebelum dan 10 hari setelah tanggal pengumuman, sehingga periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 21 hari. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia, yang diwakili oleh Bursa Efek Jakarta memiliki pasar efisien bentuk semi kuat sudah informationally-pengumuman dividen inisiasi. Hasil ini ditunjukkan dengan kandungan informasi dalam pengumuman dividen inisiasi yang positif dan signifikan sekitar 6% di event date, dan pasti, ada kecepatan penyesuaian dari reaksi pasar terhadap pengumuman dividen inisiasi yang mengambil 1 hari saja hari ie satu di tanggal acara. Penelitian ini juga didukung model agency cost dan teori signaling, yang ditunjukkan oleh tingginya tingkat biaya agensi dan asimetri informasi.

Kata kunci: Pasar Modal Yang Efisien, Dividen Inisiasi.

PENDAHULUAN

Berdasarkan analisis terhadap informasi yang tersedia dalam rangka pengambilan keputusan, bentuk efisiensi pasar modal dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasi dan juga dari segi kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan. Efisiensi pasar yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*), sedangkan efisiensi pasar yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia dinamakan dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

Pengujian efisiensi pasar setengah kuat yang dilakukan dalam penelitian ini adalah efisiensi pasar secara informasi. Penelitian ini menggunakan studi peristiwa (*event study*) terhadap pengumuman inisiasi dividen. Pengujian efisiensi pasar modal setengah kuat secara informasi dilakukan dengan melihat ada tidaknya *abnormal return* saham di seputar pengumuman inisiasi dividen, serta kecepatan reaksi dari pelaku pasar terhadap pengumuman inisiasi dividen. Pengujian secara empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman dividen menjadi perhatian para peneliti, karena hal tersebut bertentangan dengan *dividend irrelevance theory*, yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961).

Teori tersebut menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempengaruhi harga saham. Teori tersebut menggunakan asumsi-asumsi, yaitu bahwa dalam pasar modal yang bersangkutan tidak terdapat pajak pendapatan, tidak ada biaya transaksi, *leverage* keuangan tidak mempengaruhi biaya modal, investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek masa depan perusahaan, distribusi pendapatan untuk dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan, serta kebijakan penganggaran modal perusahaan adalah independen dari

kebijakan dividen (Brigham dan Gapenski, 1999). Teori Miller dan Modigliani tersebut tidak sesuai dengan keadaan yang sebenarnya, karena ternyata masih banyak perusahaan-perusahaan yang membayar dividen secara teratur dan bahkan tidak sedikit yang meningkatkan pembayaran dividen kepada para pemegang saham perusahaan.

Asumsi-asumsi kunci pada teori *irrelevance* yang meliputi pasar yang sempurna, perilaku yang rasional dan adanya kepastian yang sempurna, memberikan batasan asumsi yang cukup longgar bagi pengembangan teori sinyal (*signaling theory*) dan teori model biaya keagenan (*agency cost model*). Teori model biaya keagenan berbeda atau bertentangan dengan teori *irrelevance* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen yang diambil oleh suatu perusahaan tidak mempengaruhi harga saham.

Model biaya keagenan melakukan pemisahan antara kepemilikan (*principal*) dan pengendalian (*agent*) yang menyebabkan timbulnya biaya restrukturisasi, biaya pengawasan (*monitoring cost*), memperkuat ikatan kontrak antara para pemegang saham dengan manajer perusahaan, dan juga menimbulkan kerugian yang disebabkan oleh kontrak-kontrak dengan pihak ketiga (kreditur) yang dilakukan oleh manajer secara tidak benar (Jensen & Meckling, 1976). Pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan mengurangi biaya-biaya tersebut dengan cara memaksa para manajer untuk sering mendapatkan evaluasi dari pasar modal, ketika mereka berusaha untuk memperoleh dana bagi pembiayaan proyek investasi (Rozeff, 1982 dan Easterbrook, 1984).

Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa ketika perusahaan harus membayarkan dividen, sementara perusahaan juga membutuhkan dana untuk membiayai proyek investasi yang diperkirakan cukup menguntungkan (*profitable*) maka perusahaan akan berusaha untuk memperoleh dana tersebut dari pihak ketiga (kreditur). Sebagai perusahaan publik, berhasil tidaknya perusahaan mendapatkan kepercayaan dari para kreditur akan tergantung dari kinerja perusahaan yang tercermin dari harga saham di pasar modal. Dengan demikian, para pemegang saham akan melakukan penilaian kepada para manajer melalui kriteria, yaitu jika perusahaan berhasil memperoleh dana dari kreditur berarti kinerja manajer baik, sementara jika sebaliknya maka kinerja manajer buruk.

Hal ini berarti telah terjadi transfer kemakmuran dari para kreditur kepada para pemegang saham melalui penghematan biaya pengawasan yang seharusnya dikeluarkan oleh para pemegang saham. Sementara itu, *signaling theory* menerangkan bahwa para manajer sebagai pihak *agent* memiliki informasi yang lebih banyak jika dibandingkan dengan para *shareholder* perusahaan tentang laba potensial perusahaan. Dalam model ini, dividen merupakan mekanisme untuk membawa informasi privat manajemen kepada pihak *outsiders*. Pada umumnya, perusahaan emiten menggunakan pembayaran dividen sebagai sinyal kepada pelaku pasar. Dengan meningkatkan nilai dividen yang dibayar, perusahaan emiten mencoba memberi sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa depan, sehingga mampu meningkatkan pembayaran dividen. Sebaliknya jika perusahaan memotong nilai dividen akan

dianggap sebagai sinyal buruk karena akan dianggap sebagai kekurangan likuiditas (Hartono, 2003).

Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan teori lain, yaitu model biaya keagenan (*agency cost model*) dalam menjelaskan mengenai ada tidaknya kaitan atau pengaruh antara kebijakan dividen perusahaan terhadap nilai saham, di samping teori *signaling* yang merupakan teori yang sering digunakan oleh para peneliti untuk menjelaskan masalah kebijakan dividen.

Model biaya keagenan memprediksi adanya respon positif yang ditunjukkan oleh peningkatan *abnormal return* saham terhadap pengumuman inisiasi dividen dan pengumuman peningkatan pembayaran dividen. Berdasarkan teori *signaling*, pengumuman pembayaran dividen akan merupakan sinyal positif jika para investor memperoleh *abnormal return* yang positif dan signifikan di sekitar tanggal pengumuman inisiasi dividen, sementara jika yang dialami para investor sebaliknya maka dividen akan merupakan sinyal negatif dari kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan yang bersangkutan.

Menurut Brigham & Gapenski (1999), kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang dapat menciptakan keseimbangan antara pembayaran dividen saat ini dengan pertumbuhan di masa mendatang, sehingga kebijakan tersebut dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Pengujian efisiensi pasar secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta merupakan salah satu upaya untuk melihat kecepatan reaksi pasar terhadap pengumuman inisiasi dividen.

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah terdapat *abnormal return* yang positif pada hari pengumuman dan di sekitar tanggal pengumuman inisiasi dividen. Setelah pertanyaan penelitian tersebut dapat terjawab, maka langkah selanjutnya adalah melihat kecepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman inisiasi dividen. Langkah ini diperlukan untuk mengetahui apakah pasar modal Indonesia sudah efisien setengah kuat secara informasi atau belum terhadap pengumuman inisiasi dividen. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan teori lain, yaitu model biaya keagenan (*agency cost model*). Teori ini digunakan untuk menjelaskan mengenai ada tidaknya kaitan atau pengaruh antara kebijakan dividen perusahaan terhadap nilai saham, di samping teori *signaling* yang merupakan teori yang sering digunakan oleh para peneliti untuk menjelaskan masalah kebijakan dividen.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Hipotesis Pasar Efisien

Pasar yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sudah mencerminkan semua informasi yang ada (Tandelilin, 2001). Oleh karena itu, aspek penting dalam

menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan bisa memanfaatkan informasi untuk mendapatkan *abnormal return* di pasar.

Sedangkan pada pasar yang kurang efisien harga sekuritas akan kurang bisa mencerminkan semua informasi yang ada atau terdapat *lag* dalam proses penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut. Dalam kenyataannya sulit sekali ditemui baik itu pasar yang benar-benar efisien ataupun benar-benar tidak efisien. Pada umumnya pasar akan efisien tetapi pada tingkat tertentu saja.

Konsep pasar efisien ini memang menarik untuk diteliti karena merupakan konsep dasar yang bisa membantu untuk memahami bagaimana sebenarnya mekanisme harga yang terjadi di pasar.

Efisiensi Pasar Secara Informasi

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Pertanyaannya adalah informasi mana yang dapat digunakan untuk menilai pasar yang efisien, apakah informasi yang lama, informasi yang sedang dipublikasikan, atau semua informasi termasuk informasi privat. Fama (1970) 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 ini:

Efisiensi pasar bentuk lemah (weak form)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (semistrong form)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini:

- a. Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari 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 dari informasi yang

dipublikasikannya, misalnya: pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.

- b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.
- c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

Macam-macam pengumuman yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas adalah:

- (1) Pengumuman yang berhubungan dengan laba (*earnings-related announcements*):
 - (a) laporan tahunan awal, (b) laporan tahunan detail, (c) laporan interim awal, (d) laporan interim detail, (e) laporan perubahan metode-metode akuntansi, (f) laporan auditor, (g) lainnya.
- (2) Pengumuman-pengumuman peramalan oleh pejabat perusahaan (*forecast announcement by company officials*): (a) peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal, (b) estimasi laba setelah akhir tahun fiskal, (c) peramalan penjualan, (d) lainnya.
- (3) Pengumuman-pengumuman dividen (*dividend announcements*): (a) distribusi kas, (b) distribusi saham, (c) lainnya.
- (4) Pengumuman-pengumuman pendanaan (*financing announcements*): (a) pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas, (b) pengumuman yang berhubungan dengan hutang, (c) pengumuman sekuritas hibrid, (d) sewa-guna, (e) persetujuan *standby credit*, (f) pelemparan saham kedua, (g) pemecahan saham, (h) pembelian kembali saham, (i) pengumuman *joint venture*, (j) lainnya.
- (5) Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah (*government-related announcements*): (a) dampak dari perusahaan baru, (b) investigasi-investigasi terhadap kegiatan perusahaan, (c) keputusan-keputusan regulator, (d) lainnya.

- (6) Pengumuman-pengumuman investasi (*investment announcements*): (a) eksplorasi, (b) usaha baru, (c) ekspansi pabrik, (d) penutupan pabrik, (e) pengembangan R&D, (f) lainnya.
- (7) Pengumuman-pengumuman ketenaga-kerjaan (*labor announcements*): (a) negosiasi-negosiasi, (b) kontrak-kontrak baru, (c) pemogokan, (d) lainnya.
- (8) Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan hukum (*legal announcements*): (a) tuntutan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya, (b) tuntutan oleh perusahaan atau manajernya, (c) lainnya.
- (9) Pengumuman-pengumuman pemasaran-produksi-penjualan (*marketing-production-sales announcements*): (a) pengiklanan, (b) rincian kontrak, (c) produk baru, (d) perubahan harga, (e) penarikan produk, (f) laporan-laporan produksi, (g) laporan-laporan keamanan produk, (h) laporan-laporan penjualan, (i) rincian jaminan, (j) lainnya.
- (10) Pengumuman-pengumuman manajemen-direksi (*management-board of director announcements*): (a) susunan direksi, (b) manajemen, (c) rincian struktur organisasi, (d) lainnya.
- (11) Pengumuman-pengumuman merger-ambil alih-diversifikasi (*merger-takeover-divestiture announcements*): (a) laporan-laporan merger, (b) laporan-laporan investasi ekuitas, (c) laporan-laporan mengambil alih, (d) laporan-laporan diambil alih, (e) laporan-laporan diversifikasi, (f) lainnya.
- (12) Pengumuman-pengumuman industri sekuritas (*securities industry announcements*): (a) laporan-laporan pertemuan tahunan, (b) perubahan-perubahan kepemilikan saham, (c) “*heard on the street*”, (d) laporan-laporan “*insider*” trading, (e) laporan harga dan volume perdagangan, (f) pembatasan perdagangan atau suspensi, (g) lainnya.

Efisiensi pasar bentuk kuat (strong form)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) 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 privat.

Tujuan dari Fama (1970) membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat, dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

Tingkat kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya bahwa pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien bentuk setengah kuat.

Dividend Policy Theory

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang dapat menciptakan keseimbangan antara pembayaran dividen saat ini dengan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Gapenski, 1999). Investor dengan preferensi yang berbeda dapat menangkap makna yang berbeda ketika perusahaan mengumumkan perubahan kebijakannya.

Keputusan yang menyangkut dividen ini dapat mempengaruhi harga saham, karena dividen bagi pemodal merupakan pengharapannya terhadap prospek dan risiko perusahaan. Studi empiris mengenai adanya reaksi pasar terhadap pengumuman inisiasi dividen dijelaskan dalam teori *signaling (asymmetric information)* dan model teori keagenan. Hipotesis *information content of dividend* menyatakan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang penting dan berarti, yang mampu mempengaruhi reaksi pasar (Bhattacharya dalam Prasetio dan Nurdi, 2003).

Hipotesis kandungan informasi menyebutkan bahwa pasar menganggap peningkatan dividen sebagai sinyal peningkatan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Peningkatan dividen dapat dianggap sebagai sinyal keuntungan perusahaan. Perusahaan meningkatkan pembayaran dividen kalau arus kas yang ada di perusahaan mencukupi dari segi jumlahnya. Manajer perusahaan akan berusaha menyampaikan informasi yang sebenarnya, sebab informasi yang salah akan merugikan perusahaan itu sendiri. Perusahaan akan kehilangan kepercayaan dari investor. Peningkatan jumlah dividen tanpa arus kas yang mencukupi menimbulkan kerugian kalau perusahaan harus mencukupi kekurangan kas dengan menerbitkan saham baru (memerlukan biaya penerbitan saham baru yang tinggi).

Perusahaan yang sebelumnya tidak membayar dividen, lalu membayar dividen pertama kalinya (*initiations dividend*), berarti perusahaan tersebut telah membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pembayaran dividen tersebut merupakan alat komunikasi perusahaan yang paling nyata kepada pasar mengenai kondisi kesehatan ekonomi perusahaan yang bersangkutan. Manajer perusahaan tidak akan membayar dividen kalau mereka tidak yakin mengenai pertumbuhan laba dan arus kas di masa mendatang.

Kebijakan dividen masih merupakan hal yang kontroversial yang ditandai dengan adanya teori kebijakan dividen yang lebih dari satu. Terdapat tiga teori mengenai kebijakan dividen (Brealy dan Myers, 1996) yaitu :

- a. *Bird In the Hand Theory*. Esensi dari teori ini adalah investor lebih menyukai untuk menerima dividen daripada menerima *capital gain* (Gorgon and Litner, 1961). Dividen mempunyai risiko lebih rendah jika dibandingkan dengan *capital gain*, sehingga para pemegang saham cenderung menilai harga saham suatu perusahaan berdasarkan pada laba ditahan.
- b. *Tax Preference Theory*. Teori ini beranggapan bahwa jika dividen dibebankan pajak lebih besar dari *capital gain*, maka pemegang saham akan memilih saham yang memiliki *dividend yield* yang lebih rendah agar diperoleh penghematan pajak. Menurut Brigham dan Houston (1997) terdapat tiga alasan mengapa investor lebih memilih *dividend payout* yang lebih rendah, yaitu: (1) dividen

yang dibebankan pajak lebih tinggi jika dibandingkan dengan *capital gain*, (2) pajak tidak dibebankan pada pendapatan sampai saham dijual, dan (3) jika saham dipegang oleh investor sampai meninggal, maka tidak akan dikenakan pajak atas *capital gain*, sehingga akan menguntungkan bagi orang yang akan menerima saham tersebut.

- c. *Dividend Irrelevance Theory*. Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan risiko bisnis perusahaan. Hal ini berarti nilai suatu perusahaan tergantung pada pendapatan yang diperoleh dari *asset-assetnya* dan bukan pada proporsi pembagian dividen dan laba ditahan.

Tinjauan Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis

Healy dan Palepu (1988) mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang diusulkan oleh Miller dan Modigliani (1961). Healy dan Palepu (1988) melakukan penelitian dengan menguji sampel sebanyak 131 perusahaan yang membayar dividen untuk pertama kali (*dividend initiations*) dan 172 perusahaan yang menghapus dividen pertama kali (*dividend omissions*). Periode penelitian yang digunakan adalah antara tahun 1969-1980. Hasil penelitian yang mereka lakukan menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan untuk membayar atau menghapus dividen pertama kalinya ditafsirkan oleh pasar sebagai ramalan perusahaan mengenai peningkatan dan penurunan laba masa depan.

Michaely, Thaler, dan Womach *et al* (1995), meneliti reaksi harga saham terhadap suatu pengumuman inisiasi dan omisi dividen di pasar modal Amerika. Hasil penelitian yang telah dilakukan tersebut menunjukkan bahwa terdapat tiga alasan yang menyebabkan para investor mengharapkan *excess return* yang signifikan berkaitan dengan pengumuman inisiasi dan omisi dividen, yaitu *pertama*, adanya perubahan pendapatan yang tercermin pada harga suatu sekuritas setelah adanya pengumuman; *kedua*, adanya harapan investor mengenai perubahan pola harga sekuritas di mana kecenderungan yang terjadi adalah harga akan naik secara signifikan setelah mengalami penurunan dalam jangka waktu tertentu, dan *ketiga*, adanya harapan akan terjadinya *excess return* karena terjadi perbedaan tipe pemilik saham suatu perusahaan atau pengaruh klien yang berbeda. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa dalam jangka pendek pengaruh pengumuman omisi dividen adalah negatif dan pengaruh pengumuman inisiasi dividen adalah positif. Dalam jangka panjang ditemukan bahwa pengumuman inisiasi dividen tetap memberikan *abnormal return* dan perusahaan yang melakukan omisi dividen akan mengalami kerugian karena harga sekuritas selalu menurun.

Kosedag dan Michayluk (2000) melakukan penelitian tentang pengaruh pengumuman inisiasi dividen terhadap harga saham. Penelitian yang telah dilakukan tersebut berhasil mengidentifikasi adanya reaksi positif dari harga saham terhadap pengumuman inisiasi dividen.

Teori dividen yang menyatakan bahwa terdapat kaitan yang erat antara pengumuman dividen (inisiasi dividen) dan harga saham adalah model teori biaya

keagenan dan model teori *signaling*. Penelitian ini menggunakan dasar model teori biaya keagenan dan juga teori sinyal untuk menjelaskan adanya keterkaitan antara harga saham dengan pengumuman inisiasi dividen.

Berdasarkan uraian dan tinjauan penelitian terdahulu di atas, maka hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha: Terdapat *abnormal return* positif pada hari pengumuman dan di sekitar tanggal pengumuman inisiasi dividen.

METODA PENELITIAN

Populasi dan Penentuan Sampel

Penelitian ini merupakan *event study* untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen. Pengambilan sampel perusahaan dilakukan secara non-probabilitas, yaitu dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria-kriteria pengambilan sampel tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tunai (*cash dividend*) untuk pertama kalinya dalam waktu minimal 1 tahun setelah *Initial Public Offering* (IPO).
- b. Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel adalah perusahaan yang melakukan inisiasi dividen selama periode 2000-2003.
- c. Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, yang dimaksudkan agar pada periode penelitian ini berlangsung, perusahaan tersebut sudah memenuhi persyaratan, yaitu minimal 1 tahun setelah IPO perusahaan tersebut melakukan inisiasi dividen.
- d. Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel adalah perusahaan yang memiliki kebijakan pembayaran dividen tunai setahun sekali selama 4 periode penelitian.
- e. Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel adalah perusahaan yang tidak melakukan *corporate action* lain, seperti pengumuman *stock split*, *right issue*, merger, dan akuisisi selama periode kejadian, yaitu 21 hari (10 hari sebelum tanggal pengumuman, sehari pada tanggal pengumuman dan 10 hari setelah tanggal pengumuman inisiasi dividen).

Sumber dan Pengumpulan Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini beserta sumber perolehan data adalah sebagai berikut:

- a. Harga saham harian, yang diperlukan untuk perhitungan *return* saham harian. Data ini diperoleh dari Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- b. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang diperlukan sebagai proksi untuk mengukur *return* pasar. Data yang digunakan adalah data IHSG harian. Data ini diperoleh dari Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.

- c. Tanggal pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang dilaporkan ke Bursa Efek Jakarta (BEJ). Tanggal ini merupakan tanggal kejadian. Periode peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah 21 hari, yaitu 10 hari sebelum tanggal pengumuman dan 10 hari setelah tanggal pengumuman. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 100 hari, yang ditetapkan sebelum periode jendela untuk masing-masing perusahaan. Periode estimasi ini digunakan untuk menghitung nilai *alpha* dan *beta*. Hal ini dilakukan mengingat dalam perhitungan *expected return* digunakan model pasar (*market model*).

Proses Pengambilan Sampel

Proses pengambilan sampel untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen pada periode tahun 2000-2003 adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Proses Pengambilan Sampel Inisiasi Dividen

Perusahaan yang terdaftar di BEJ dari periode tahun 1999-2002	114
Perusahaan yang melakukan inisiasi dividen minimal 1 tahun setelah IPO	16
Perusahaan yang telah memenuhi syarat seperti di atas dan tidak melakukan <i>corporate action</i> (<i>right issue, stock split, merger</i> dan <i>akuisisi</i> selama periode penelitian 2000-2003	16
Jumlah sampel perusahaan	16

Berdasarkan pada proses pengambilan sampel yang didasarkan atas kriteria-kriteria tersebut maka perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai sampel untuk pengujian efisiensi pasar modal setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Daftar Sampel Perusahaan yang Melakukan Inisiasi Dividen

No	Nama Perusahaan	Kode	Tanggal RUPS <i>Reported to Jakarta Stock Exchange</i>
1	PT. Daya Sakti Unggul Corporation	DSUC	25/6/1999
2	PT. Bank Swadesi	BSWD	27/5/2009
3	PT. Centrin Online	CENT	14/6/2009
4	PT. Ricky Putra Globalindo	RICY	8/11/2000
5	PT. Jakarta Setiabudi Properti	JSPT	27/6/2000
6	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejati	RBMS	22/4/2002
7	PT. Astra Otoparts	AUTO	13/5/2002
8	PT. Jaka Arta Graha	JAKA	13/6/2003
9	PT. United Capital Indonesia Tbk.	UNIT	4/6/2003
10	PT. Akbar Indo Makmur Stimec Tbk.	AIMS	11/6/2003
11	PT. Limas Stokhomindo	LMAS	29/4/2003

12	PT. Karka Yasa Profilia	KARK	7/4/2003
13	PT. Ciputra Surya Tbk.	CTRS	7/6/2003
14	PT. Fishindo Kusuma Sejahtera	FISH	24/5/2003
15	PT. Artha Pacific Securities	APIC	11/6/2003
16	PT. Artha Securities	ARTA	9/6/2003

Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel efisiensi pasar bentuk setengah kuat, inisiasi dividen, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan *abnormal return*. Definisi operasional variabel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Inisiasi dividen. Inisiasi dividen adalah dividen yang dibayarkan pertama kalinya oleh perusahaan.
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG adalah indeks yang mengukur pergerakan atau perilaku harga sekarang dari saham biasa dan saham preferen dalam kaitannya dengan periode dasar yang ditetapkan terhadap waktu sebelumnya. Suatu indeks diperlukan sebagai sebuah indikator untuk mengamati pergerakan harga dari sekuritas-sekuritas.
3. *Abnormal return*. *Abnormal return* adalah kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor (*expected return*).
4. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan pasar di mana harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan.

Metode Analisis Data

Tahapan yang digunakan dalam pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *return* saham harian.

Formula untuk menghitung *return* saham harian (Hartono, 1998) adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada waktu t

P_{it} = Harga saham i pada waktu t

P_{it-1} = Harga saham i pada waktu t-1

2. Menghitung return pasar harian

Untuk menghitung return pasar digunakan indeks pasar IHSG harian di Bursa Efek Jakarta dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_T - IHSG_{T-1}}{IHSG_{T-1}}$$

Keterangan:

R_{mt} = *return* pasar pada periode ke-t

$IHSG_T$ = indeks harga saham gabungan harian pada periode ke-t

$IHSG_{T-1}$ = indeks harga saham gabungan harian pada ke-t-1

3. Menghitung nilai alpha dan beta

Return saham harian masing-masing sampel dan *return* pasar diregresi dengan menggunakan teknik *Ordinary Least Square* (OLS) dengan persamaan:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

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

α_i = *intercept* untuk saham ke-i

β_i = koefisien *slope* yang merupakan beta dari saham ke-i

R_{mt} = *return* indeks pasar pada periode estimasi

$\varepsilon_{i,t}$ = kesalahan residu saham ke-i pada periode estimasi ke-t

4. Menghitung *return* ekspektasi (*expected return*), dengan menggunakan koefisien alpha dan beta yang diperoleh dengan melakukan perhitungan pada periode estimasi yang dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi saham ke-i pada periode ke-t

R_{mt} = *return* indeks pasar selama periode ke-t

5. Menghitung *return* tidak normal (*abnormal return*), dengan rumus sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan:

$RTN_{i,t}$ = *return* tidak normal saham ke-i pada periode ke-t

$R_{i,t}$ = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham ke-i pada periode ke-t

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi saham ke-i untuk periode ke-t

6. Menghitung akumulasi *return* tidak normal (*cumulative abnormal return*), dengan rumus

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t-7}^{t+7} AR_{i,a}$$

Keterangan:

$CAR_{i,t}$ = akumulasi *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t yang dihitung mulai awal periode jendela sampai dengan akhir periode jendela.

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t yaitu mulai t-10 sampai hari ke t+10

Prosedur Pengujian Hipotesis Penelitian

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi dari nilai *abnormal return* perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai sampel untuk peristiwa inisiasi dividen. Sebelum pengujian dilakukan, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas terhadap data yang dipergunakan dalam penelitian ini. Hal ini bertujuan untuk menentukan uji statistik yang akan digunakan dalam penelitian yaitu jika data yang dipergunakan berdistribusi normal maka pengujian dilakukan dengan uji parametrik *one-sample t test*, sementara jika data yang dipergunakan berdistribusi tidak normal, maka uji yang digunakan adalah *uji non-parametrik one-sample kolmogorov smirnov test*.

Uji normalitas terhadap data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *one-sample kolmogorov smirnov test* dengan kriteria, yaitu jika nilai *sig.Z* hasil pengujian lebih besar dibandingkan dengan derajat kepercayaan yang digunakan (5%), maka dapat dikatakan bahwa data berdistribusi normal, namun jika sebaliknya maka distribusi data tersebut tidak normal. Pengujian signifikansi tersebut dilakukan dengan menggunakan uji *one-sample t test*. Kriteria untuk penerimaan atau penolakan terhadap hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah bahwa hipotesis alternatif diterima jika nilai *sig: t* hasil pengujian lebih kecil jika dibandingkan dengan derajat kepercayaan yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu sebesar 5%.

Pengujian tersebut dilakukan dalam rangka untuk mengetahui ada tidaknya kandungan informasi pada peristiwa pengumuman inisiasi dividen. Setelah diketahui kandungan informasi atas suatu peristiwa, maka langkah selanjutnya adalah melihat kecepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman inisiasi dividen. Langkah ini diperlukan untuk mengetahui apakah pasar modal Indonesia sudah efisien setengah kuat secara informasi atau belum terhadap pengumuman inisiasi dividen.

Apabila pasar bereaksi secara cepat dan segera menuju harga keseimbangan yang baru maka dapat dikatakan bahwa pasar modal tersebut sudah efisien setengah kuat

secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen. Apabila pasar bereaksi secara lambat dan berkepanjangan maka dapat dikatakan bahwa pasar tersebut belum efisien setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen.

ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

Uji Normalitas

Pengujian terhadap pola distribusi data yang digunakan dalam penelitian diperlukan untuk mengetahui uji statistik yang lebih tepat dalam menganalisis hasil penelitian, yaitu apakah menggunakan statistik parametrik atau statistik non-parametrik.

Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan terhadap data nilai *cumulative abnormal return* (CAR) saham dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil uji normalitas yang telah dilakukan menunjukkan bahwa data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah normal. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *sig. Z* hasil *uji kolmogorov-smirnov test* yang menunjukkan nilai lebih besar dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,920 (92%).

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas CAR

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		INISIASI
N		21
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-.0191
	Std. Deviation	.25965
Most Extreme Differences	Absolute	.121
	Positive	.089
	Negative	-.121
Kolmogorov-Smirnov Z		.553
Asymptotic Significance (2-tailed)		.920

a. Test Distribution is Normal

b. Calculated from data

Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil statistik deskriptif yang dilakukan terhadap data *cumulative abnormal return* (CAR) dan *average abnormal return* (AAR) perusahaan-perusahaan sampel inisiasi dividen menunjukkan hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4 di bawah ini.

Tabel 4

Statistik Deskriptif Nilai CAR dan AAR Sampel Inisiasi Dividen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	21	-.522	.345	-.01910	.220690
AAR	21	-.031	.020	-.00119	.013037

Berdasarkan hasil tersebut dapat diketahui bahwa nilai rata-rata dari CAR dan AAR selama 21 hari pengamatan secara keseluruhan adalah negatif dengan nilai sebesar -0,019 untuk CAR dan -0,00119 untuk AAR. Namun demikian, apabila dilihat untuk setiap hari pengamatan maka tidak semua hari pengamatan menunjukkan reaksi yang negatif.

Pengujian Hipotesis Penelitian

Hasil analisis selengkapnya terhadap nilai *abnormal return* di sekitar dan pada hari pengumuman inisiasi dividen disajikan dalam tabel 5 di bawah ini.

Tabel 5

Hasil Pengujian Kandungan Informasi di Seputar Pengumuman Inisiasi Dividen

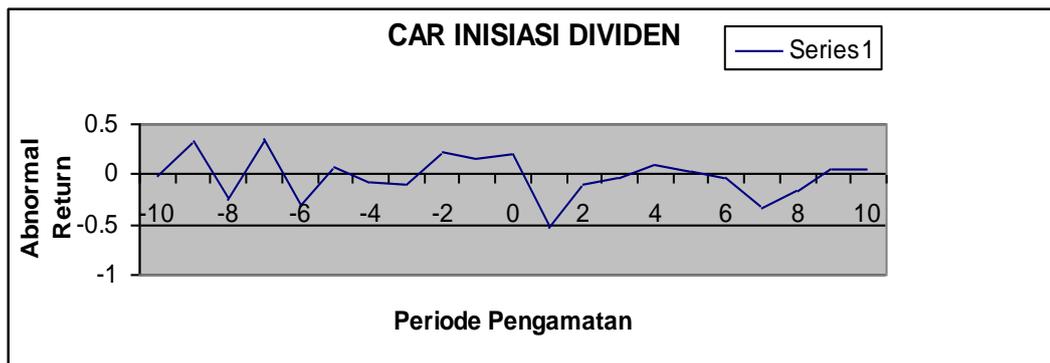
Periode Pengamatan	<i>Cumulative Abnormal Return</i>	<i>Average Abnormal Return</i>	Nilai T Test	Sig (2-tailed)
Min 10	-0.015	-0.001	-1.117	.909
Min 9	0.339	0.020	1.283	.218
Min 8	-0.247	-0.015	-0.988	.338
Min 7	0.345	0.020	2.251	.039*
Min 6	-0.316	-0.019	-1.715	.106
Min 5	0.064	0.004	.469	.645
Min 4	-0.078	-0.005	-.688	.501
Min 3	-0.096	-0.006	-.574	.574
Min 2	0.226	0.013	.805	.433
Min 1	0.164	0.010	.667	.514
Nol	0.209	0.012	2.013	.061*
Plus 1	-0.522	-0.031	-1.600	.129
Plus 2	-0.110	-0.006	-.516	.613
Plus 3	-0.033	-0.002	-.226	.824
Plus 4	0.093	0.005	.683	.504
Plus 5	0.027	0.002	.124	.903
Plus 6	-0.034	-0.002	-.204	.841
Plus 7	-0.343	-0.020	-1.685	.111
Plus 8	-0.166	-0.010	-.407	.690
Plus 9	0.048	0.003	.410	.688
Plus 10	0.044	0.003	.230	.821

Keterangan: * berarti signifikan pada level 10% (0,10).

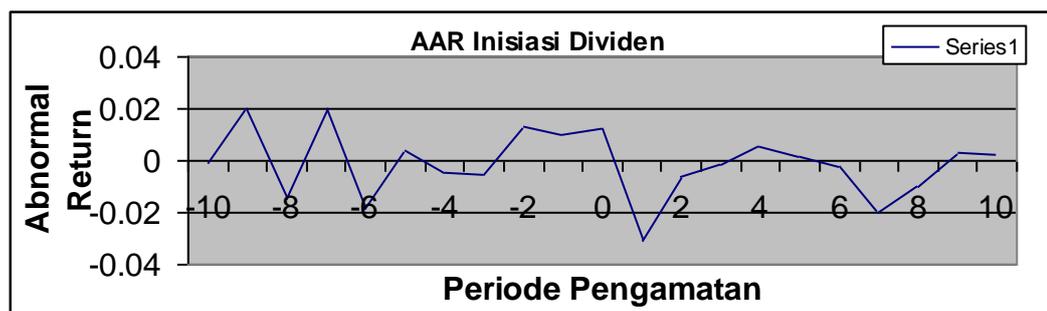
Hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini adalah terdapat *abnormal return* positif pada hari pengumuman dan di sekitar tanggal pengumuman inisiasi dividen. Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 5 tersebut, dapat diketahui bahwa pada tanggal pengumuman inisiasi dividen, pasar merespon secara positif dan cukup signifikan pada level 10%. Hasil tersebut ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* yang positif dan signifikan, yaitu sebesar 0,061 (6%). Namun demikian, reaksi yang ditunjukkan oleh pasar selama periode pengamatan tidak semua menunjukkan respon yang positif. Respon negatif dari para investor tersebut kemungkinan disebabkan oleh karena para investor sudah memperoleh atau mempertimbangkan informasi lain yang masuk, sehingga mereka tidak mengambil keputusan seperti yang diharapkan oleh adanya pengumuman inisiasi dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kosedag & Michayluk (2000) yang mengidentifikasi adanya reaksi positif dari harga saham terhadap pengumuman inisiasi dividen.

Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa pada H-7, telah terjadi kebocoran informasi, di mana hal ini dapat terlihat dengan adanya nilai *abnormal return* positif yang signifikan pada level 5%, yaitu sebesar 3,9 %. Pada hari pengamatan (H=0) diketahui bahwa pengumuman inisiasi dividen memiliki kandungan informasi, yang ditunjukkan dengan adanya nilai *abnormal return* yang positif dan signifikan, yaitu sebesar 6,1%. Namun demikian, kondisi tersebut hanya berlangsung satu hari pengamatan saja, di mana harga saham sudah menuju kepada harga keseimbangan yang baru pada H+1, dengan tingkat signifikansi *abnormal return* yang diperoleh para investor sebesar 12,9%. Hasil pengujian selengkapnya ditunjukkan dalam gambar 1 berikut ini.

Gambar 1
Nilai *Cumulative Abnormal Return* (CAR) Pada Hari dan Seputar Tanggal Pengumuman Inisiasi Dividen



Gambar 2
Nilai *Average Abnormal Return* (AAR) Pada Hari dan Seputar Tanggal Pengumuman Inisiasi Dividen



Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen. Hasil tersebut ditunjukkan dengan adanya kecepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman inisiasi dividen yang hanya memerlukan waktu 1 hari saja yaitu pada hari pengamatan ($H=0$), untuk kemudian segera menyesuaikan diri menuju harga keseimbangan yang baru.

Teori sinyal (*signaling theory*) menyatakan bahwa jika pasar merespon positif pada hari pengumuman inisiasi dividen maka hal itu berarti pengumuman pembayaran inisiasi dividen merupakan sinyal positif bagi para investor. Reaksi positif dari para investor terhadap pengumuman inisiasi dividen perusahaan yang dilakukan dalam kurun waktu 1 tahun setelah IPO konsisten dengan pandangan yang diberikan dalam penjelasan teori sinyal dan model biaya keagenan. Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai sampel memiliki level yang cukup tinggi baik dalam biaya keagenan maupun dalam hal asimetri informasi, di mana hal tersebut terlihat dari adanya respon positif dan signifikan pada hari dan di seputar pengumuman inisiasi dividen.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan tersebut, maka kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini adalah bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen. Hasil tersebut ditunjukkan dengan adanya kandungan informasi pada hari pengumuman yang bernilai positif dan cukup signifikan pada level 10%, yaitu sebesar 0,06 serta adanya kecepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman inisiasi dividen yang hanya memerlukan waktu 1 hari saja, yaitu pada hari pengamatan ($H=0$), untuk kemudian segera menyesuaikan diri menuju harga keseimbangan yang baru.

Penelitian ini juga konsisten dengan penjelasan dalam teori sinyal dan teori model biaya keagenan, yang ditunjukkan dari adanya level yang cukup tinggi baik dalam biaya keagenan maupun dalam hal asimetri informasi, yang terlihat dari adanya respon positif dan signifikan pada hari dan di seputar pengumuman inisiasi dividen.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diakibatkan oleh kekurangan peneliti dalam mengeksploitasi hal-hal yang harus diperhatikan dalam melakukan pengujian tentang efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi, diantaranya adalah hal-hal sebagai berikut:

1. Jumlah sampel yang berhasil diperoleh untuk penelitian ini masih relatif sedikit, sehingga terdapat kemungkinan hasil yang diperoleh kurang optimal. Penelitian yang akan datang diharapkan bisa memperoleh jumlah sampel yang lebih banyak seiring dengan bertambahnya usia Bursa Efek Jakarta, sehingga diperoleh hasil penelitian yang lebih baik.
2. Penelitian ini hanya mengambil sampel perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen 1 tahun setelah melakukan IPO. Hal ini memungkinkan para pemegang saham harus mengeluarkan biaya pengawasan yang juga tinggi, karena perusahaan belum lama melakukan pemisahan atas peran agen (manajer) dan peran prinsipal (pemilik perusahaan), sehingga hal ini menimbulkan *agency cost* yang juga meningkat. Hal sama juga terjadi untuk asimetri informasi, di mana perusahaan yang baru saja melepaskan sahamnya ke publik, memungkinkan banyak informasi privat yang belum disampaikan kepada *outsiders* (Kosedag & Michayluk, 2000). Berdasarkan atas keterbatasan tersebut maka teori sinyal dan teori model biaya keagenan dapat lebih dijelaskan dengan menghadirkan perbandingan atas dua sampel penelitian yang berbeda yaitu antara perusahaan yang sudah lama *go-public* dengan perusahaan yang baru saja *go-public* seperti yang dilakukan dalam penelitian ini. Hal demikian dimaksudkan agar hasil penelitian dapat menjelaskan teori sinyal dan teori model biaya keagenan secara lebih jelas (*clear*).

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham dan Gapensky, 1999, *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition, The Dryden Press Hancort Brace College Publisher.
- Fama F., *et. al.* (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*. Vol. 10 No. 1. February.
- , 1970, Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, May. pp. 383-417.
- , 1971, Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*. pp. 607-637.
- , 1992, The Cross- Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII No. 2. Juni.

- , 1997, Market Efficiency, Long-term returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*. Vol. 49 pp. 283-306.
- Foster G, 1986, *Financial Statement Analysis*, Second Edition, Prentice Hall International. Inc.
- Jogiyanto H., 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Healy, P.M., dan K.B. Palepu, 1988, Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Finance Economics* 21.
- Jones, C.P, 2001, *Investment Analysis and Management*, John Wiley & Sons, Inc.
- Kosedag A., & David Michayluk, 2001, Dividend Initiations In Reverse-LBO Firms”, *Review of Financial Economics*, No. 9. pp. 55-63.
- Michaely, *et. al.*, 1995, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction on Drift?, *The Journal of Finance*.
- Porta La Rafael, *et. al.* , 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around The World, *Journal of Finance*, Volume LV, No 1, 2000.
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.