

**PENGUJIAN EFISIENSI SETENGAH KUAT SECARA
INFORMASI TERHADAP PENGUMUMAN
INISIASI DIVIDEN**

Oleh:
Musaroh
Staf Pengajar FISE UNY

Abstract

This research explores the efficiency testing of semi-strong-informed capital market in Jakarta Stock Market toward the announcement of the dividend initiation. The testing focuses on the effort to show the influence from the announcement of the dividend initiation toward the abnormal return of the capital at the event date of the announcement. It also tries to show the speed of adjustment from the stock price to equilibrium price.

The result of the research shows that Indonesian Stock Market, represented by Jakarta Stock Market, has been semi-strong-informed efficient toward the announcement of the dividend initiation. It is proven by the positive and significant (6% at date of announcement) content of information in the announcement of the dividend, and the 1 day speed of adjustment from market reaction toward the announcement of the dividend initiation. This research also supports the agency cost model and signaling theory that are shown by the high level of agency cost and the asymmetry information.

Keywords: dividend initiation, semi-strong-informed capital market, abnormal return, Initial Public Offering

PENDAHULUAN

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 (Jogiyanto, 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 dan reaksi pasar itu sendiri terhadap pengumuman inisiasi dividen.

Berdasarkan uraian di atas maka permasalahan yang diajukan 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.

Cara Penelitian

Penelitian ini merupakan *event study* untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen. Pengambilan sampel perusahaan dilakukan secara nonprobabilitas yaitu dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria-kriteria pengambilan sampel tersebut adalah bahwa perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tunai (*cash dividend*) untuk pertama kalinya dalam waktu minimal 1 tahun setelah IPO (*initial public offering*), perusahaan tersebut melakukan inisiasi dividen selama periode 1999-2004, selain itu perusahaan tersebut harus sudah terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1998 sampai dengan tahun 2003, yang dimaksudkan agar pada periode penelitian ini berlangsung, perusahaan tersebut sudah memenuhi persyaratan yaitu minimal 1 tahun setelah IPO perusahaan tersebut melakukan inisiasi dividen. Persyaratan lainnya adalah bahwa perusahaan yang dijadikan sampel harus memiliki kebijakan pembayaran dividen tunai setahun sekali selama 6 periode penelitian serta 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).

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data harga saham harian, data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), data tanggal pelaksanaan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) yang dilaporkan ke Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Berdasarkan proses pengambilan sampel yang telah dilakukan untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi

dividen pada periode tahun 1999-2004 dapat diketahui bahwa perusahaan yang telah memenuhi syarat pengambilan sampel yaitu melakukan inisiasi dividen minimal 1 tahun setelah IPO, telah terdaftar di BEJ dari periode tahun 1998-2003, serta tidak melakukan *corporate action* lain seperti *right issue*, *stock split*, merger dan akuisisi selama periode penelitian 1999-2004.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel efisiensi pasar bentuk setengah kuat, inisiasi dividen, IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) dan *abnormal return*. Inisiasi dividen adalah dividen yang dibayarkan pertama kalinya oleh perusahaan. IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). 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. *Abnormal Return*. *Abnormal return* adalah kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor (*expected return*). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan pasar di mana harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan.

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*.

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.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji normalitas data 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%).

Statistik deskriptif data *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dan *Average Abnormal Return* (AAR) perusahaan-perusahaan sampel inisiasi dividen menunjukkan hasil yaitu 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.

Hasil analisis selengkapannya terhadap nilai *abnormal return* di sekitar dan pada hari pengumuman inisiasi dividen disajikan dalam Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Hasil Pengujian Kandungan Informasi di Seputar Pengumuman Inisiasi Dividen

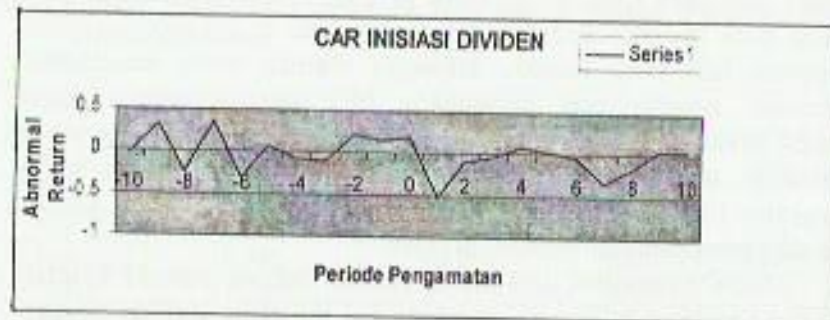
Periode Pengamatan	Cumulative Abnormal Return	Average Abnormal Return	Nilai T Test	Sig (2-tailed)
Min 10	-0.015	-0.001	-.117	.909
Min 9	0.339	0.020	1.283	.218
Min 8	-0.247	-0.015	-.988	.338
Min 7	0.345	0.020	2.251	.039*
Min 6	-0.316	-0.019	-1.715	.106
Min 5	0.064	0.004	.469	.645
Min 4	-0.078	-0.005	-.688	.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 5% (0,05).

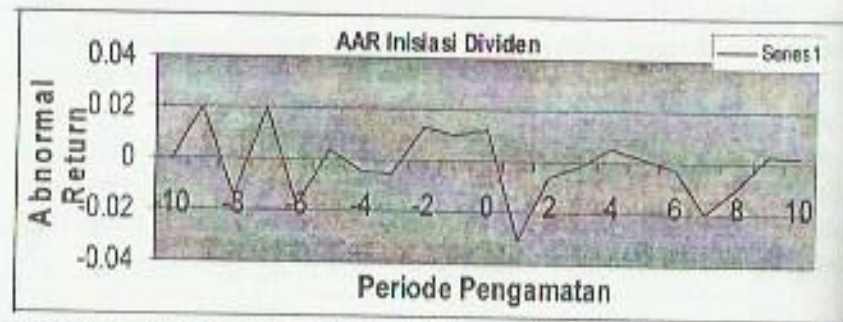
Hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini adalah terdapat *abnormal return* positif pada hari pengumuman dan di sekitar tanggal pengumuman inisiasi dividen. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4 di atas, dapat diketahui bahwa pada tanggal pengumuman inisiasi dividen, pasar merespon secara positif dan signifikan. Hasil tersebut ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* yang positif dan cukup 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 & David 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 cukup 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 di bawah 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 di atas 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 (*Initial Public Offering*) 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.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan di atas, 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 sebesar 6% (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.

DAFTAR PUSTAKA

- Heaver, William H. (1981). "Market Efficiency". *The Accounting Review*. Vol. LVL No. 1.
- Brigham & Gapensky. (1999). *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition. The Dryden Press Hancort Brace College Publisher.

- Fama F., Eugene. (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economic Review*. Vol. 10 No. 1. February.
- Fama F., Eugene. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*. May. pp. 383-417.
- James D., MacBeth. (1971). "Risk, Return, and Equilibrium : Empirical Tests". *Journal of Political Economy*. pp. 607-637.
- Kenneth R. French. (1992). "The Cross- Section of Expected Stock Returns". *The Journal of Finance*. Vol. XLVII No. 2. Juni.
- Fama F., Eugene. (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. New Jersey: Prentice Hall International. Inc.
- Jogiyanto Hartono. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi. Universitas Gadjah Mada.
- 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*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Kosedag A., & David Michayluk. (2001). "Dividend Initiations In Reverse - LBO Firms". *Review of Financial Economics*. No. 9. pp. 55-63.

- Kothari, S.P. & Warner B., Jerold. (1996). "Measuring Long-Horizon Security Price Performance". *Journal of Financial Economics*. No. 43, pp. 301-339.
- Maiyeni. (2002). "Tingkat Pemahaman Investor Terhadap Hipotesa Pasar Modal Efisien Serta Implikasinya Terhadap Akuntansi". *Tesis*. Yogyakarta: Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Michaely, et. al. (1995). "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction on Drift?". *The Journal of Finance*.
- Porta La Rafael. (2000). "Agency Problems and Dividend Policies Around The World". *Journal of Finance*. Volume LV, No 1, 2000.