

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Dividen

2.1.1. Pengertian Dividen

Dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya (Baridwan, 2004). Tujuan investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan dari dana yang diinvestasikan. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*. Dividen adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh karena harga jual saham lebih tinggi daripada harga belinya, pendapatan ini baru diperoleh jika saham dijual. Bagi investor yang bertujuan mendapatkan *capital gains* juga memerlukan informasi tentang dividen, karena dividen merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi harga saham. Oleh karena itu perusahaan yang sudah mempunyai kewajiban untuk memberikan informasi

mengenai kinerjanya kepada investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibayarkan (Mulyati: 2003)

2.1.2. Jenis-jenis Dividen

Baridwan (2004) menyebutkan ada beberapa jenis dividen, antara lain:

a. Dividen kas

Dividen kas adalah dividen yang dibagikan dalam bentuk kas. Yang perlu diperhatikan oleh pemimpin perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas adalah apakah jumlah kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen itu.

b. Dividen aktiva selain kas (*Property Dividend*)

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, dividen dalam bentuk ini disebut *Property Dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagangan atau aktiva-aktiva lain yang dimiliki oleh perusahaan.

c. Dividen likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Apabila perusahaan membagikan dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba, dan berapa yang merupakan pengembalian modal sehingga para pemegang saham bisa mengurangi rekening investasinya.

d. Dividen saham

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada pemegang saham, sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya. Dividen saham dapat berupa saham yang jenisnya sama maupun jenisnya berbeda. Pembagian dividen saham dibenarkan dengan alasan keinginan manajer perusahaan menahan laba secara tetap membagi aktiva yang akan digunakan dalam ekspansi atau modal kerja dan untuk mendorong perdagangan saham dengan menaikkan jumlah saham yang beredar sehingga harga pasar saham menjadi turun.

e. Dividen Hutang

Dividen hutang timbul apabila laba tidak dibagi sebenarnya mencukupi tetapi saldo kas tidak mencukupi, sehingga manajer perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividend* yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang. *Scrip dividend* ini mungkin berbunga mungkin tidak.

2.1.3. Kebijakan Dividen

Penurunan nilai nominal dividen dapat membawa konsekuensi positif dan negatif bagi harga saham perusahaan, tergantung dari sudut pandang dan keadaan perusahaan. Dalam dunia keuangan, pada dasarnya terdapat tiga konsep tentang kebijakan dividen, yaitu:

- 1) *Irrelevance Theory*. Teori ini menganggap bahwa kebijakan dividen tidak membawa dampak apa-apa bagi nilai perusahaan. Jadi, peningkatan atau penurunan dividen oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan.

- 2) *Bird-in-the-hand theory*. Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Dengan demikian semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan.
- 3) *Tax preference theory*. Menurut teori ini, investor tidak terlalu menyukai dividen karena dividen tidaklah *tax deductible*.

Meskipun tiga konsep tersebut dianggap sebagai teori-teori utama mengenai kebijakan dividen, perkembangan ilmu keuangan modern memunculkan pendekatan baru yang lebih relevan dan lebih mampu menjelaskan kebijakan dividen dalam dunia bisnis praktis, yaitu *signalling theory*. Pengumuman dividen diyakini mempunyai informasi dan membawa sinyal tentang laba bersih saat ini dan potensi perusahaan di masa mendatang (Junarsin: 2006)

2.2. Dividend Signalling Theory

Model *signalling* dividen mulai berkembang pada akhir tahun 1970-an di Amerika. Ide dasar dalam model ini adalah bahwa perusahaan melakukan penyesuaian dividen untuk menunjukkan sinyal akan prospek perusahaan. Yang membuat metode ini menjadi kompleks adalah kenyataan bahwa dividen yang meningkat oleh suatu perusahaan dapat diterjemahkan sebagai sinyal positif, namun dapat pula diartikan sebagai sinyal negatif.

Pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sinyal positif bahwa perusahaan telah menunjukkan kinerjanya dengan baik dan penurunan dividen menunjukkan

kinerja perusahaan yang buruk. Argumen ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayarkan dividen yang disesuaikan dengan laba bersih. Pada dasarnya, perusahaan cenderung meningkatkan dividen jika terdapat tingkat profitabilitas yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen jika manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flows* yang dapat mendukung pembayaran dividen. Perubahan pembayaran dividen ini mengandung informasi yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya terjadi penyesuaian harga saham ketika perubahan dividen diumumkan. Di sekitar tanggal pengumuman dividen, peningkatan dividen secara umum menimbulkan *abnormal returns* yang positif bagi investor. Hal ini disebabkan karena pada umumnya peningkatan dividen diinterpretasi sebagai sebuah kebijakan yang mengandung informasi baik dalam kaitannya dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Namun demikian, peningkatan dividen dapat pula menjadi sinyal negatif bagi investor. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai perusahaan yang sudah tidak berprospek di masa mendatang. Karena dividen pada dasarnya adalah sisa dana yang dibagikan karena kebutuhan reinvestasi sudah terpenuhi, maka dividen yang tinggi dapat mengandung arti tidak adanya investasi yang prospektif di masa mendatang (Junarsin: 2006).

Dividend signalling theory menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan di masa mendatang. Sinyal perubahan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham. Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan return saham sebagai nilai

perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Sebaliknya pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak memiliki kandungan informasi jika tidak memberikam *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar (Pramastuti:2007).

Selanjutnya *Dividend signaling theory* dikembangkan oleh Bhattacharya (1979) digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberikan isyarat walaupun menanggung kerugian saat melaksanakannya. Membagikan kas untuk pembayaran dividen merupakan hal yang mahal, karena perusahaan harus mampu menghasilkan kas yang cukup untuk mendukung pembayaran dividen secara tetap, dan karena kas dibayarkan untuk dividen maka akan mengurangi kesempatan berinvestasi dengan NPV positif. Namun demikian bagi perusahaan yang prospeknya bagus dapat mengganti biaya ini (pembayaran dividen) melalui pengeluaran saham secara bertahap dengan harga yang semakin meningkat. Tetapi bagi perusahaan yang kurang sukses tidak dapat melakukan hal yang sama. Dengan demikian, memberikan isyarat melalui nilai dividen memberikan hasil yang positif.

Penggunaan dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa mendatang merupakan cara yang tepat, walaupun mahal tetapi berarti. Hanya perusahaan yang prospeknya baik yang dapat melakukan ini. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang tidak sukses sulit untuk meniru cara ini, karena mereka tidak mempunyai arus kas yang cukup untuk melakukannya. Dengan demikian pasar akan bereaksi terhadap

perubahan dividen yang dibayarkan, karena pasar yakin bahwa pemberi isyarat adalah perusahaan yang sukses.

Menurut Ross, 1977 terdapat 3 syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu:

1. Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk.
2. Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses.
3. Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang).

Apabila investor hanya memperhitungkan kenaikan dividen saja tanpa memperhatikan apakah sinyal tersebut valid atau tidak, sehingga merespon secara positif pengumuman dividen yang diberikan baik oleh perusahaan berprospek maupun tidak berprospek, maka investor tersebut adalah investor yang *naive* atau investor yang tidak canggih (*unsophisticated investor*).

Marfuah (2006) melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dalam merespon pengumuman dividen meningkat menyimpulkan bahwa pasar modal di Inonesia periode 2000-2002 belum efisien setengah kuat secara keputusan. 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.

2.3. Efisiensi Pasar

2.3.1. Definisi Efisiensi Pasar

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Dalam konteks ini yang dimaksud dengan pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock prices reflect all available information*”. Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga asset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut.

Konsep efisiensi pasar membahas bagaimana pasar merespons informasi-informasi yang masuk dan bagaimana informasi-informasi tersebut bisa mempengaruhi pergerakan harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru. Jadi, pasar yang efisien adalah pasar dimana harga sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Hartono:2005).

2.3.2. Alasan-alasan Terjadinya Pasar Efisien

Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa berikut ini:

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas. Hal seperti ini dapat terjadi jika pelaku-pelaku pasar terdiri dari sejumlah besar institusi dan individu rasional yang mampu mengartikan dan menginterpretasikan informasi dengan baik untuk menganalisis, menilai, dan melakukan transaksi penjualan atau pembelian sekuritas bersangkutan.
2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi bersifat acak satu dengan yang lainnya. Informasi dihasilkan secara *random* mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga sekuritas berubah dengan semestinya. Dengan demikian informasi tersebut dimanfaatkan untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang mampu menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

2.3.3. Alasan-alasan Terjadinya Pasar Tidak Efisien

Pasar dapat menjadi tidak efisien jika terjadi pada kondisi-kondisi berikut ini:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Harga informasi mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara satu pelaku pasar dan pelaku pasar lainnya terhadap satu informasi yang sama.
3. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
4. Investor adalah individu-individu yang lugu (*naive investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*). Untuk pasar yang tidak efisien, masih banyak investor yang bereaksi terhadap informasi secara lugu (*naive fashion*), karena mereka mempunyai kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang mereka terima.

2.3.4. Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar

2.3.4.1. 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. Terdapat 3 macam bentuk efisiensi p[asar secara informasi, yaitu:

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Dalam hipotesis ini harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham, misalnya, merupakan cermin dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu. Misalkan, ada bentuk musiman atas kinerja harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga saham akan naik menjelang tutup tahun (akhir tahun) dan kemudian turun pada awal tahun. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari “jatuhnya” harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan pedagang tersebut akan menyebabkan harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun. Investor yang cerdas tentu akan menjual saham yang dimilikinya pada akhir tahun untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari menurunnya harga saham di awal tahun.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semi-Strong Form*)

Menurut hipotesis pasar efisien bentuk semi-kuat, harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Di samping merupakan cerminan harga saham historis, harga yang tercipta juga terjadi karena informasi yang ada di pasar, termasuk di dalamnya adalah laporan keuangan dan informasi tambahan (pelengkap) sebagaimana diwajibkan oleh peraturan akuntansi.

Menurut konsep semi-kuat, investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal returns* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Dengan kata lain, analisis terhadap laporan keuangan tidak memberikan manfaat apa-apa. Ide dari pandangan ini adalah bahwa sekali informasi tersebut menjadi informasi publik (umum), artinya tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan semua informasi publik yang ada.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar efisien bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Jadi, dalam hal ini, bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, disamping juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, misalnya manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor.

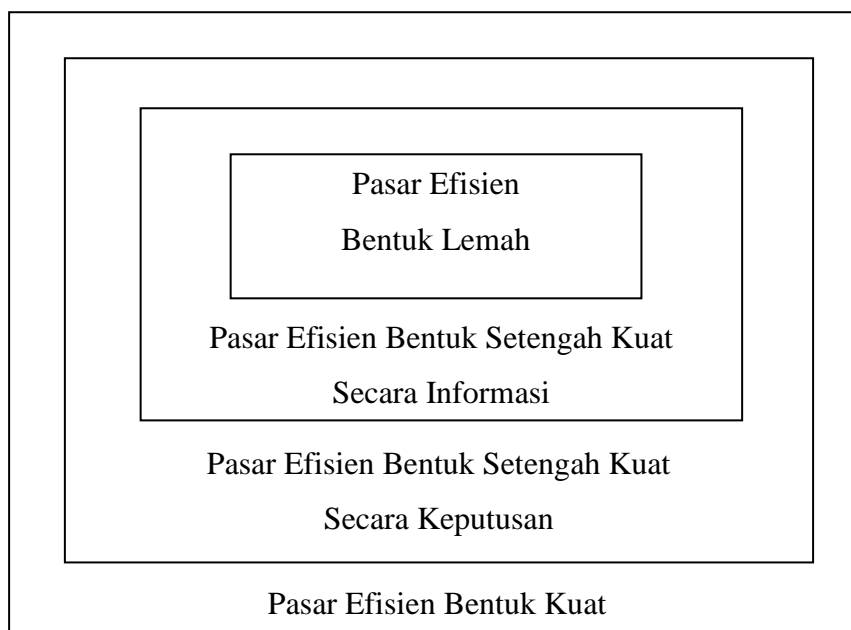
2.3.4.2. Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Pembagian efisiensi pasar oleh Fama didasarkan pada ketersediaan informasi, sehingga disebut efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Untuk mengolah informasi dengan benar, pelaku pasar harus canggih (*sophisticated*). Jika hanya sebagian saja pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini dapat menikmati keuntungan yang tidak normal karena mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibandingkan kelompok

pelaku pasar yang kurang atau tidak canggih (*naive*). Walaupun informasi sudah tersedia untuk semua pelaku pasar, pasar yang tidak efisien dapat saja terjadi karena ada sekelompok pelaku pasar yang, berkat kecanggihan mereka, dapat memperoleh keuntungan yang tidak normal. Dengan demikian pembagian efisiensi pasar berdasarkan ketersediaan informasi saja tidaklah cukup. Efisiensi pasar juga perlu dilihat berdasarkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan. Efisiensi pasar dimana semua informasi tersedia dan semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan dengan canggih inilah yang disebut sebagai efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

2.3.5. Posisi Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah jika efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi, maka efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan 2 buah faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar.



Gambar 1. Tingkat Kumulatif Keempat Bentuk Pasar Efisien
 Sumber: Hartono, 2005:118

2.4. Kecanggihan Pasar

Pasar yang efisien secara informasi belum tentu efisien secara keputusan. Sebagai contoh adalah pengumuman pembayaran dividen yang meningkat dari nilai dividen periode sebelumnya dan informasi ini tersedia untuk semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan. Umumnya perusahaan emiten menggunakan pembayaran dividen sebagai sinyal kepada pelaku pasar. Dengan meningkatkan nilai dividen yang dibayar, perusahaan emiten berusaha memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa depan. Sebaliknya, pemotongan nilai dividen oleh perusahaan akan dianggap sebagai sinyal buruk karena akan dianggap sebagai kekurangan likuiditas. Pelaku pasar yang kurang canggih akan menerima informasi peningkatan dividen ini begitu saja sebagai sinyal yang baik tanpa menganalisisnya lebih lanjut dan harga sekuritas akan

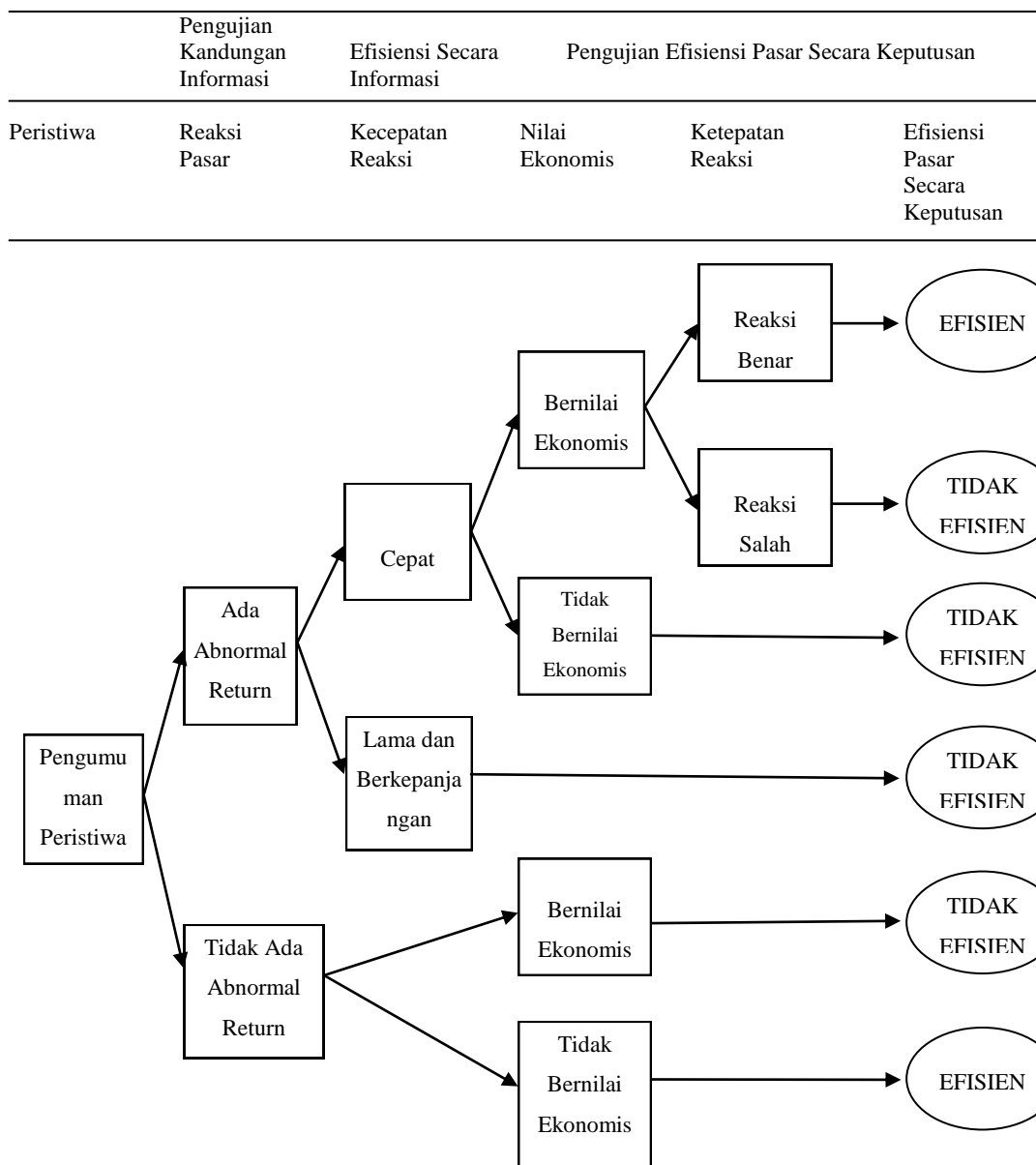
mencerminkan informasi kabar baik ini secara penuh. Secara definisi, pasar ini sudah efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

Sebaliknya, pelaku pasar yang canggih tidak akan mudah dibodohi oleh emiten. Pelaku pasar yang canggih akan menganalisis informasi ini lebih lanjut untuk menentukan apakah ini benar-benar sinyal yang sah dan dapat dipercaya atau bukan. Jika ternyata sinyal ini merupakan sinyal yang tidak sah (ternyata perusahaan tidak mempunyai prospek yang baik) dan investor tidak canggih, reaksi positif terhadap informasi pembayaran dividen yang meningkat tersebut merupakan reaksi yang tidak benar, sehingga dapat dikatakan pasar belum efisien secara keputusan. Jika pasar efisien secara keputusan, pelaku pasar akan dapat mengetahui bahwa sinyal tersebut adalah sinyal yang tidak benar. Akibatnya mereka akan menganggap informasi tersebut bukan sebagai kabar baik, tetapi mungkin sebaliknya, sebagai kabar buruk karena peningkatan pembayaran dividen untuk perusahaan yang tidak mempunyai prospek yang baik akan menyebabkan kesulitan likuiditas. Karena itu, jika pelaku pasar canggih dan mereka mengerti bahwa sinyal yang diberikan merupakan sinyal yang salah, mereka akan bereaksi sebaliknya dan hal ini tercermin dalam harga sekuritas emiten yang turun. Dengan demikian, untuk mengetahui apakah pasar sudah efisien secara keputusan tidaklah cukup dengan melihat efisien secara informasi, tetapi juga harus mengetahui apakah keputusan yang dilakukan oleh pelaku pasar sudah benar.

2.5. Konsep Pengujian Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Pengujian efisiensi pasar secara informasi tidak memperhatikan kecanggihan pelaku pasar dalam menginterpretasikan dan menganalisis informasi lebih lanjut. Pelaku pasar yang canggih akan dapat membedakan antara “*lemon*” dan “*orange*”, yaitu mereka dapat membedakan pengumuman yang bernilai ekonomis dan yang tidak bernilai ekonomis. Pelaku pasar yang canggih akan menganalisis lebih dalam informasi yang diterima supaya mereka dapat mengambil keputusan yang tepat sehingga tidak dibodohi oleh pasar. Efisiensi pasar ini disebut efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*), seperti yang dilihat pada gambar berikut ini.

Gambar 2 menunjukkan bahwa efisiensi pasar secara keputusan lebih tinggi tingkatannya dibandingkan dengan efisiensi pasar secara informasi. Ini berarti bahwa pasar yang efisien bentuk setengah kuat secara informasi belum tentu efisien secara keputusan. Sebaliknya, pasar yang efisien secara keputusan juga adalah pasar yang efisien secara informasi.



Gambar 2. Efisiensi Pasar Secara Informasi dan Secara Keputusan
 Sumber: Hartono, 2005:121

2.6. Nilai Ekonomis Suatu Peristiwa

Untuk melakukan keputusan yang benar, pengambil keputusan harus dapat memahami nilai ekonomis suatu peristiwa. Nilai ekonomis adalah nilai yang dikandung oleh suatu peristiwa yang mempengaruhi perubahan nilai perusahaan yang berhubungan dengan peristiwa tersebut. Jika nilai suatu perusahaan dianggap

sebagai aliran kas masuk bersih masa depan yang didiskontokan ke nilai sekarang (*discounted future cash flows*), maka perubahan nilai perusahaan adalah perubahan aliran kasnya. Dengan demikian, suatu peristiwa dikatakan mempunyai nilai ekonomis jika peristiwa ini dapat mengakibatkan perubahan aliran kas perusahaan yang berhubungan dengan peristiwa tersebut.

Tabel 1. Nilai Ekonomis dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan

Nilai Ekonomis Suatu Peristiwa	Besarnya Nilai Ekonomis	Efek terhadap Nilai Perusahaan
Bernilai Ekonomis	Positif	Naik
Bernilai Ekonomis	Negatif	Turun
Tidak Bernilai Ekonomis	Nol	Tetap

2.7. Ketepatan Keputusan

Pasar dikatakan mengambil keputusan yang benar terhadap efek suatu peristiwa jika keputusan yang diambilnya tepat. Keputusan yang tepat adalah keputusan yang sesuai dengan pengaruh peristiwa terhadap nilai perusahaan. Untuk keputusan yang tepat, pasar seharusnya bereaksi positif terhadap peristiwa yang mengakibatkan naiknya nilai perusahaan atau bereaksi negatif terhadap peristiwa yang mengakibatkan turunnya nilai perusahaan.

Tabel 2. Nilai ekonomis, pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dan ketepatan reaksi pasar

No.	Nilai Ekonomis Suatu Peristiwa	Besarnya Nilai Ekonomis	Efek terhadap Nilai Perusahaan	Reaksi Pasar	Ketepatan Reaksi
1.	Bernilai Ekonomis	Positif	Naik	Positif	Tepat
2.	Bernilai Ekonomis	Negatif	Turun	Negatif	Salah
3.	Tidak Bernilai Ekonomis	Nol	Tetap	Positif	Tepat
				Negatif	Salah

Untuk peristiwa yang tidak bernilai ekonomis, pasar seharusnya tidak bereaksi.

Jadi jika pasar bereaksi, baik bereaksi positif atau bereaksi negatif, reaksi ini tidak tepat. Pasar sebaiknya tidak bereaksi terhadap peristiwa yang tidak mengakibatkan perubahan nilai perusahaan.

Tabel 3. Nilai ekonomis, pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dan ketepatan pasar yang tidak bereaksi

No.	Nilai Ekonomis Suatu Peristiwa	Besarnya Nilai Ekonomis	Efek terhadap Nilai Perusahaan	Reaksi Pasar	Ketepatan Reaksi
1.	Bernilai Ekonomis	Positif	Naik	Tidak Bereaksi	Salah
2.	Bernilai Ekonomis	Negatif	Turun	Tidak Bereaksi	Salah
3.	Tidak Bernilai Ekonomis	Nol	Tetap	Tidak Bereaksi	Tepat

Reaksi pasar ditunjukkan oleh nilai *return* tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. *Return* tidak normal positif menunjukkan reaksi positif, *return* tidak normal negatif menunjukkan reaksi pasar negatif. Jika *return* tidak normal tidak terjadi, berarti pasar tidak bereaksi.

Tabel 4. Ketepatan untuk pasar yang bereaksi dan tidak bereaksi

No.	Nilai Ekonomis Suatu Peristiwa	Besarnya Nilai Ekonomis	Efek terhadap Nilai Perusahaan	Reaksi Pasar	Ketepatan Reaksi
A. Terjadi return tidak normal berarti pasar bereaksi					
1	Bernilai Ekonomis	Positif	Naik	Positif Negatif	Tepat Salah
2	Bernilai Ekonomis	Negatif	Turun	Negatif Positif	Tepat Salah
3	Tidak Bernilai Ekonomis	Nol	Tetap	Apapun	Salah
B. Tidak terjadi return tidak normal berarti pasar tidak bereaksi					
4	Bernilai Ekonomis	Positif atau Negatif	Naik atau Turun	Tidak bereaksi	Salah
5	Tidak Bernilai Ekonomis	Nol	Tetap	Tidak bereaksi	Tepat

2.8. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

1. Sujoko (1999) dalam Marfuah (2006) 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. Sementara Setiawan dan Hartono (2002) dalam Marfuah (2006) menyatakan bahwa pasar bereaksi hanya pada hari pengumuman dividen dan tidak ada kebocoran informasi dan reaksi yang berkepanjangan.
2. Sujoko (1999) dalam Marfuah (2006) melakukan penelitian terhadap Dividend Signalling Theory di BEI, selama periode 1994-1996. Penelitiannya menggunakan nilai pasar asset dibagi nilai buku sebagai

proksi perusahaan berprospek atau tidak. 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.

3. 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. 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.

2.9. Pengembangan Hipotesis Penelitian

Kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai sinyal membaiknya kinerja perusahaan saat ini maupun pada masa yang akan datang. Sebaliknya penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang.

Investor bisa menganggap pengumuman pembayaran dividen sebagai suatu sinyal positif maupun negatif. Jika investor menganggap perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal positif, maka harga saham akan meningkat dan berarti akan mendapatkan abnormal return yang positif pada saat pengumuman dividen. Sebaliknya jika investor menganggap perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal negatif, maka harga saham akan menurun dan investor akan mendapatkan abnormal return yang negatif pada saat pengumuman pembayaran dividen.

Petit (1972) meneliti sampel yang terdiri dari 625 perusahaan yang berasal dari periode Januari 1964 sampai Juni 1968. Temuan Petit menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan, terutama pada bulan pengumuman dividen. Oleh karena itu, penemuan Petit mendukung teori kandungan informasi yang dibawa dividen, sehingga dividen mempunyai kandungan informasi yang substansial bagi investor.

Sujoko (di dalam Marfuah, 2006) 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.

Penelitian selanjutnya mengenai kandungan informasi dividen, terutama pada penelitian terakhir banyak yang mendukung kandungan informasi dividen.

Aharony dan Swary (1980) dalam Marfuah (2006) mengamati sampel penelitian yang terdiri dari 149 perusahaan dalam kurun waktu 1 Januari 1963 sampai dengan 31 Desember 1976 yang terdaftar di NYSE. Hasil penelitian menunjukkan

ada reaksi pasar yang signifikan pada sehari sebelum dan hari pengumuman dividen, baik untuk perubahan dividen meningkat maupun menurun.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis:

H1: Investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat.

Konsep efisiensi pasar bentuk setengah kuat Fama dikembangkan lebih lanjut oleh Hartono (2005) dengan memperhitungkan kecanggihan pelaku pasar. Menurut Hartono, konsep Fama mengenai efisiensi pasar bentuk setengah kuat menekankan ketersediaan informasi merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi. Akan tetapi, untuk menghadapi informasi yang menghendaki pengolahan lebih lanjut, seperti: pengumuman dividen dan merger, maka definisi Fama dapat dikembangkan lagi. Hartono menyatakan bahwa investor harus cangguh 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.

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. 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.

Lintner (1956) dalam Marfuah (2006) 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.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

H1b: Investor merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.