

ANALISIS KECANGGIHAN INVESTOR TERHADAP KETEPATAN REAKSI PASAR DALAM MERESPON PENGUMUMAN DIVIDEN MENINGKAT

AJAT SUDRAJAT
LELA HINDASAH

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
email:lel_ummy@yahoo.com

ABSTRACT

This research has purpose to analyze the ability of investor to accuracy of market reaction to respond announcement of increasing dividend at Indonesian Stock Exchange. This research also examine dividend information indication and accuracy of market reaction. The variable which is used to see market reaction is abnormal return, in are side the ability of investor is promoted by stock holder in institution. The sample which is used in this research is all companies which are registrated in Indonesian Stock Exchange is chosen by sampling purpose method since 2004 to 2006 it is got 127 sample of company. This result of research shows that increasing dividend announcement doesn't have information indication, investor is not correct to respond decreasing dividend market announcement or Indonesian Stock Exchange hasn't been efficient in information or in all decisions, and there is no effect or impact from analyze of ability investor toward the accuracy of market reaction to respond increasing dividend announcement.

Keywords : *Dividend Increase, Information Content, Decisionally Efficient Market, Investor Sophistication, Institutional Ownership.*

PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi berdampak pada peningkatan persaingan di suatu pasar termasuk juga pasar modal. Hal tersebut sangatlah wajar karena pasar modal merupakan tempat alternatif berinvestasi sehingga memunculkan tingkat persaingan yang cukup tinggi dan memungkinkan adanya isu-isu yang muncul di dalam pasar tersebut. Salah satu isu yang ada adalah mengenai efisiensi pasar. Selain hal tersebut banyak isu-isu yang terjadi atau berkembang di dalam pasar modal, berdasarkan hal tersebut banyak para peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan pasar modal. Pasar modal yang harga sahamnya mencerminkan informasi yang ada dan dapat secara cepat menyesuaikan informasi yang baru disebut sebagai pasar modal yang efisien (Jogiyanto, 2003).

Efisiensi bentuk pasar terbagi menja-

di tiga bagian, efisiensi pasar bentuk kuat, efisiensi pasar bentuk setengah kuat dan efisiensi pasar bentuk lemah (Fama, 1970 dalam Dody Setiawan dan Sitti Subekti, 2005). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi dapat dikembangkan menjadi efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dengan menganalisis kecanggihan suatu investor (Dody Setiawan dan Sitti Subekti, 2005). Investor atau pelaku pasar yang canggih mampu menganalisis sebuah informasi yang mempunyai nilai ekonomis dan yang tidak bernilai ekonomis.

Informasi atau pengumuman didalam pasar efisiensi bentuk setengah kuat secara informasi tepat untuk informasi yang tidak perlu diolah lebih lanjut, seperti informasi laba perusahaan, efisiensi pasar tidak ditentukan dengan seberapa canggih pasar mengolah informasi, tetapi seberapa luas informasi tersebut tersedia di pasar (Jogi-

yanto, 2003), Akan tetapi untuk informasi yang masih perlu diolah lebih lanjut ketersediaan informasi saja tidak menjamin pasar akan efisien. Contoh informasi tentang pengumuman merger dan dividen, pada waktu informasi itu diumumkan oleh perusahaan emiten dan semua pelaku pasar sudah menerima pengumuman tersebut belum tentu harga dari sekuritas perusahaan yang bersangkutan akan mencerminkan informasi tersebut dengan penuh. Hal ini dikarenakan pelaku pasar harus menganalisis informasi tersebut sebagai kabar buruk atau kabar baik. Berbeda dengan pengumuman laba perusahaan apabila laba meningkat dari laba periode sebelumnya maka dapat diartikan sebagai kabar baik dan sebaliknya apabila laba menurun diartikan sebagai kabar buruk.

Pasar yang efisien secara informasi belum tentu efisien secara keputusan. Misalnya, pengumuman pembayaran dividen yang naik dari pembayaran dividen periode sebelumnya dan informasi ini tersedia untuk semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan. Investor mempunyai keyakinan bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal perkembangan suatu perusahaan yang disampaikan oleh manajemen Miller dan Rock (1985) dalam Doddy Setiawan dan Sitti Subekti (2005). Pembayaran dividen yang lebih meningkat dibanding pada tahun lalu merupakan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek di masa mendatang. Sebaliknya apabila perusahaan melakukan pemotongan dividen maka merupakan sinyal yang kurang baik karena dianggap adanya kekurangan likuiditas di masa depan untuk mempertahankan tingkat pembayaran dividennya. Pengumuman peningkatan dividen perlu analisis lebih lanjut, tetapi pelaku pasar yang kurang cangguh akan menerima informasi begitu saja tanpa menganalisis lebih lanjut. Bagi seorang investor yang cangguh menganalisis informasi mengenai peningkatan dividen sangat perlu dikarenakan pelaku pasar akan mengetahui apakah perusahaan yang mengumumkan tersebut berprospek atau tidak. Apabila pengumuman kenaikan dividen dilakukan oleh perusahaan yang berprospek maka sinyal tersebut valid atau bernilai ekonomis, sedangkan jika diumumkan oleh perusahaan yang tidak berprospek

maka informasi tersebut tidak valid atau tidak bernilai ekonomis. Hal ini dapat diketahui karena pembayaran dividen membutuhkan *cost* tinggi, biaya ini muncul karena perusahaan yang membayarkan dividen tinggi harus konsisten dengan pembayaran pada periode berikutnya dan hanya perusahaan yang berprospek saja yang mampu menanggungnya. Investor yang cangguh akan bereaksi positif apabila melihat kabar baik dari pengumuman peningkatan dividen perusahaan yang mempunyai prospek dan investor akan bereaksi negative terhadap pengumuman peningkatan dividen perusahaan yang tidak berprospek.

KAJIAN PUSTAKA

Dividen adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham Megginson (1997). *Dividend signalling theory* (Mamduh, 2004) banyak digunakan oleh peneliti sebagai kerangka teori dalam melakukan penelitian di pasar modal, khususnya yang berkaitan dengan kandungan informasi dividen. *Dividend signalling theory* merupakan teori yang menyatakan bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer mengenai keyakinan mereka tentang perkembangan perusahaan di masa depan (Miller dan Rorke, 1985 dalam Doddy Setiawan dan Sitti Subekti, 2005). Menurut *Dividend signalling theory* terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor berkaitan dengan informasi tentang prospek perusahaan (Marfuah, 2006). Manajer lebih mempunyai informasi yang banyak dan akurat tentang kondisi perusahaan sehingga manajer dapat mengetahui dengan baik tentang prospek perusahaan bila dibandingkan dengan investor. Penelitian yang dilakukan Bhattacharya (1979), dalam Caecilia dan Erni (2002) menyatakan bahwa investor akan bereaksi ketika adanya pengumuman dividen, karena pengumuman dividen merupakan sinyal yang berarti bagi investor. Ross (1977) dalam Caecilia dan Erni (2002), mengatakan bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal yang mengandung arti bagi investor mengenai prospek masa depan perusahaan. Dividen merupakan bagian laba bersih yang dibagikan oleh pemegang saham dan pengumuman dividen digunakan oleh investor seba-

gai dasar penyusunan strategi investasinya (Arief Failasuffuddin, 2006).

Ketepatan Reaksi Pasar

Menurut Tandelilin (2001) efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan bentuk efisiensi pasar yang lebih komprehensif karena dalam bentuk ini harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh data pasar seperti harga saham dan volume perdagangan masa lalu, namun juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat dikembangkan menjadi efisiensi pasar setengah kuat secara informasi, yakni pasar yang bereaksi terhadap suatu pengumuman dan terjadi dengan cepat atau hanya memperhatikan ketersediaan informasi dan efisiensi pasar setengah kuat secara keputusan yaitu pasar yang bereaksi terhadap suatu pengumuman dan terjadi dengan cepat dengan memperhatikan kecanggihan investor dalam mengolah informasi yang tersedia (Hartono dalam Dody Setiawan dan Sitti Subekti, 2005).

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi lebih tepat untuk informasi yang tidak perlu diolah lebih lanjut, seperti informasi laba perusahaan. Ketika laba pada suatu perusahaan meningkat dari laba periode sebelumnya dapat diartikan sebagai kabar baik, dan sebaliknya apabila laba mengalami penurunan pada periode sebelumnya dapat diartikan sebagai kabar buruk, jadi informasi seperti ini tidak melihat seberapa canggih pasar dalam mengolah informasi, tetapi cukup memperhatikan seberapa luas informasi tersebut tersedia di pasar (Jogiyanto, 2003). Pengumuman merger dan pengumuman dividen merupakan pengumuman yang perlu dianalisis lebih lanjut, pengumuman seperti ini akan lebih tepat untuk efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (Jogiyanto, 2003). Berbeda dengan pengumuman laba, pengumuman merger dan pengumuman dividen memerlukan analisis lebih lanjut untuk melihat apakah pengumuman tersebut sebagai kabar baik atau kabar buruk. Dalam menganalisis informasi seperti ini pelaku pasar harus canggih, apabila ha-

nya ada sebagian investor yang canggih maka mereka diuntungkan oleh *abnormal return* yang mereka dapat dari keahlian menganalisis informasi yang ada di pasar. Walaupun informasi sudah tersedia di pasar untuk semua pelaku pasar, tetapi pasar yang tidak efisien dapat saja terjadi yang disebabkan karena ada sekelompok pelaku pasar yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal karena kecanggihannya. Maka pembagian efisiensi pasar berdasarkan ketersediaan informasi saja tidak cukup, namun efisiensi pasar juga harus dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan (Jogiyanto, 2003).

Investor yang canggih tidak akan menerima informasi pengumuman dividen meningkat secara mutlak tetapi mereka akan menganalisis apakah pengumuman tersebut diumumkan oleh perusahaan berprospek atau tidak berprospek. Apabila pengumuman dilakukan oleh perusahaan berprospek maka sinyal tersebut valid dan investor akan bereaksi positif, dan sebaliknya pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan tidak berprospek atau tidak tumbuh maka sinyal tersebut tidak valid dan investor akan bereaksi negatif. Dapat disimpulkan bahwa pasar sudah efisien secara informasi maupun secara keputusan, karena mereka mengambil keputusan yang telah tepat.

Menurut Dody Setiawan dan Sitti Subekti (2005) pasar dapat dikatakan efisien setengah kuat secara keputusan harus mencakup tiga hal yakni kandungan informasi, kecepatan reaksi pasar dan ketepatan reaksi pasar. Pengumuman dividen atau merger yang diberikan oleh suatu perusahaan harus mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor untuk mengambil keputusan. Kecepatan reaksi pasar dapat diartikan sebagai seberapa cepat investor menanggapi informasi yang diberikan oleh perusahaan atau kecepatan penyesuaian harga akibat informasi yang didistribusikan.

Ketepatan reaksi pasar adalah bagaimana investor merespon melakukan reaksi terhadap informasi yang ada secara tepat, apabila informasi tersebut valid maka investor akan merespon positif dan apabila informasi tidak valid maka investor me-

respon secara negatif.

Kecanggihan Investor

Efisiensi pasar tidak hanya dilihat dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia (Jogiyanto, 2003). Jogiyanto (2003) mengatakan bahwa investor adalah penerima harga (*price taker*) yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas, namun harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan permintaan dan penawaran. Pelaku pasar atau investor yang mempunyai kemampuan terbatas di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima disebut sebagai pelaku pasar yang naif atau tidak canggih (Jogiyanto, 2003). Pelaku pasar yang tidak canggih seringkali melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas bersangkutan dinilai secara tidak tepat. Pelaku pasar yang canggih akan melakukan analisis atas informasi yang mereka terima, sehingga mereka tidak mudah dibodohi oleh perusahaan. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan baru. Hal ini dapat dilakukan karena investor atau pelaku pasar mampu memahami dan menganalisis informasi yang ada dipasar dengan baik.

Kecanggihan investor diproksikan dengan presentase kepemilikan saham oleh investor institusional, karena investor institusional mempunyai keunggulan relatif dalam mengumpulkan dan memproses informasi (Marfuah, 2006). Kepemilikan institusional merupakan presentase saham yang dimiliki oleh institusi. Institusi yang dimaksud adalah pemilik perusahaan dalam bentuk lembaga, bukan pemilik atas nama perorangan atau pribadi. Adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusional lainnya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk

mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi, apabila persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional pada perusahaan tersebut melebihi 33,33% dan sebaliknya perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah, apabila persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional pada perusahaan tersebut kurang dari 33,33% (Marfuah, 2006).

Doddy Setiawan dan Jogiyanto Hartono (2002) mengatakan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang berguna bagi investor. Setiawan dan Hartono (2002) dalam Marfuah (2006) menyatakan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat pada saat pengumuman. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil dari penelitian Suparmono (2000) yang mengatakan bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Dividend signalling theory (Mamduh, 2004) juga menunjukkan bahwa pengumuman dividen yang meningkat merupakan kabar baik, sehingga investor akan bereaksi positif, sedangkan pengumuman dividen menurun merupakan kabar buruk, maka investor akan bereaksi negatif. Berdasarkan teori dan melihat hasil penelitian tersebut diatas, maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Investor merespon positif terhadap pengumuman dividen meningkat.

Penelitian yang menguji ketepatan reaksi pasar masih jarang dilakukan. Pengujian ketepatan reaksi pasar dilakukan untuk menguji sejauh mana kemampuan investor dalam menanggapi sinyal yang disampaikan perusahaan melalui manajer. Investor yang canggih adalah investor yang mampu bereaksi dengan cepat dan tepat terhadap suatu pengumuman atau informasi yang ada di pasar. Ada informasi yang tidak memerlukan analisis lebih lanjut tetapi ada juga informasi yang perlu diolah lebih lanjut, sebagai contohnya pengumuman dividen meningkat (Jogiyanto, 2003). Perusahaan yang mengumumkan peningkatan

pembayaran dividen dibanding pada tahun lalu mengartikan bahwa pihak manajemen berusaha memberi signal yang baik kepada pasar, karena pengumuman peningkatan dividen membutuhkan *cost* yang tinggi dan hanya perusahaan yang berprospek saja yang mampu menanggungnya (Marfuah, 2006). Apabila investor hanya melihat kenaikan dividen tanpa menganalisis lebih lanjut maka investor tersebut masih naif atau belum canggih.

Gudono dan Johny (2004) menyatakan bahwa investor merespon sebagai *positive signal* pengumuman dividen yang meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Dody Setiawan dan Jogiyanto Hartono (2002) menyatakan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh. Berdasarkan uraian dan logika tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

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

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

Investor yang canggih adalah investor yang dapat mengolah dan menganalisis informasi, sehingga mampu membedakan informasi yang bernilai ekonomis dan tidak bernilai ekonomis (Dody Setiawan dan Jogiyanto Hartono, 2002). Kecanggihan investor diproksikan dengan presentase kepemilikan saham oleh investor institusional.

Kepemilikan institusional tinggi menandakan investor yang berada didalam pasar mempunyai reaksi yang tepat atau termasuk investor yang canggih, begitu pula sebaliknya kepemilikan institusional rendah menandakan bahwa investor yang melakukan perdagangan saham tidak canggih (Marfuah, 2006). Ketepatan reaksi pasar dapat dilakukan oleh investor yang canggih. Hal ini dapat dilakukan karena investor mengetahui apakah pengumuman dividen meningkat disampaikan oleh perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh. Sehingga investor canggih akan bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen me-

ningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dan sebaliknya investor canggih akan bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat pada perusahaan bertumbuh. Berdasarkan uraian dan logika tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H4: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi, investor akan merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

H5: Pada perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah, investor akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh.

METODE PENELITIAN

Obyek Penelitian

Penelitian ini menggunakan populasi seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Teknik Pengumpulan Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini diambil secara literatur atau arsip dengan periode 2004 sampai dengan 2006. Data dikumpulkan dengan mengutip dari laporan keuangan perusahaan sampel yang tersedia dalam *Indonesian Capital Market Directory*.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

a. Nilai dividen meningkat

Indikatornya adalah dengan membandingkan nilai *dividend per share* periode pengamatan (DPS_t) dengan nilai *dividend per share* periode sebelumnya (DPS_{t-1}) (Arief Failasuffuddin, 2006).

b. Return

Return harian sekuritas i , indikatornya adalah harga saham harian sekuritas i pada waktu ke- t dikurangi harga saham harian sekuritas i pada waktu ke- $t-1$ dibagi harga saham harian sekuritas i pada waktu $t-1$ (Gudono dan Johny, 2004)

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

Keterangan:

R_{it} = return saham masing-masing pe-

rusahaan i pada periode t
 P_{it} = harga saham masing-masing perusahaan i pada periode t

P_{it-1} = harga saham masing-masing perusahaan i pada periode t-1

c. *Abnormal return*

Return tidak normal pada periode peristiwa adalah selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi (Tandelilin, 2001)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Dimana:

AR_{it} = tingkat *abnormal return* sekuritas i pada periode peristiwa ke-t.

R_{it} = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke t-1

$E(R)_{it}$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk eriode peristiwa ke-t.

Dalam menghitung *return* ekspektasi digunakan metode *Market adjusted model* atau model pasar disesuaikan, yakni menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengetimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

d. *Return* indeks pasar

Indikatornya adalah indeks harga saham gabungan harian pada waktu ke-t, dikurangi indeks harga saham gabungan harian pada waktu ke t-1 dibagi dengan indeks harga saham gabungan harian pada waktu ke t-1, *return* pasar sebagai indikator *return* yang diharapkan (Gudono dan Johny, 2004)

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

R = *Return* pasar

= Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t

= Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t-1

e. *Cummulative Abnormal Return* (CAR)

$$MVE / BVE = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Perusahaan dikategorikan bertumbuh jika $MVE/BVE \geq 1$ dikategorikan tidak bertumbuh jika $MVE/BVE < 1$.

Cummulative Abnormal Return, dihitung dengan persamaan sebagai berikut (Gudono dan Johny, 2004)

$$CAR = \sum_{a=t}^t AR_{i,a}$$

Keterangan;

CAR = akumulasi *abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t, dihitung mulai awal periode jendela sampai akhir periode jendela.

$AR(I,a)$ = *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t- 5 sampai hari t+5

T = periode pengamatan untuk menginvestasikan adanya *abnormal return* di seputar peristiwa.

f. Proksi Pertumbuhan

Faktor pertumbuhan diukur berdasarkan salah satu proksi IOS yakni perbandingan antara nilai pasar dengan nilai buku saham MVE/BVE (Marfuah, 2006) dengan formulasi:

g. Kecanggihan Investor

Pelaku pasar atau investor yang mempunyai kemampuan di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima secara tepat disebut sebagai pelaku pasar yang cangguh. Kecanggihan investor diproksikan dengan presentase kepemilikan saham oleh investor institusional, karena investor institusional mempunyai keunggulan relatif dalam mengumpulkan dan memproses informasi (Marfuah, 2006). Kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki oleh institusi. Institusi yang dimaksud adalah pemilik perusahaan dalam bentuk lembaga, bukan pemilik atas nama perorangan atau pribadi (Marfuah, 2006). dengan formulasi:

Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi jika kepemilikan institusional > 33,33% dan dikategorikan level kepemilikan institusional rendah jika kepemilikan institusional ≤ 33,33%.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yang telah dipilih dengan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan pada bab III.

merespon secara positif signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat sebelum hari pengumuman yakni pada hari kedua sebelum pengumuman atau pada T-2.

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi jika kepemilikan institusional > 33,33% dan dikategorikan level kepemilikan institusional rendah jika kepemilikan institusional ≤ 33,33%.

Ringkasan prosedur pemilihan sampel dari perusahaan yang terdaftar di BEI sampai dengan akhir tahun 2006. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai akhir tahun 2006 sebanyak 339 perusahaan. Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sebagai sampel atau perusahaan yang membayarkan dividen meningkat berjumlah 212 perusahaan, sedangkan perusahaan yang memenuhi kriteria sampel berjumlah 127 perusahaan. Menggunakan metode yang sudah dijelaskan pada bab sebelumnya dari 127 perusahaan diklasifikasikan menjadi perusahaan bertumbuh sebanyak 94 perusahaan dan perusahaan tidak bertumbuh sebanyak 33 perusahaan, perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi berjumlah 30 perusahaan dan perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah sebanyak 3 perusahaan.

Uji Hipotesis (Analisis Data)

Hipotesis yang di uji dalam penelitian ini terdiri dari lima hipotesis. Hipotesis pertama tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat, Hipotesis kedua dan ketiga tentang ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat, serta hipotesis keempat dan kelima tentang pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Alat analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pertama sampai dengan hipotesis keempat menggunakan *one sample t-test*. Hipotesis kelima alat analisis yang digunakan adalah *the sign test*, hal ini dikarenakan data tidak berdistribusi normal.

Pengujian kandungan informasi pengumuman dividen meningkat

Tabel 1 menunjukkan bahwa investor

Pada hari kedua tersebut investor memperoleh *abnormal return* sebesar 0,00434, sementara pada T-1 sampai T+5 pasar tidak bereaksi signifikan. Secara kumulatif pasar bereaksi positif, namun reaksi tersebut tidak signifikan. Reaksi yang terjadi sebelum hari pengumuman yang ditunjukkan oleh investor diperkirakan adanya kebocoran informasi. Sebagian investor mungkin telah memperoleh informasi dari pihak dalam perusahaan, sehingga reaksi investor terjadi sebelum hari pengumuman (Caecilia dan Erni, 2002). Reaksi yang terjadi sebelum hari pengumuman juga diperkirakan karena investor bereaksi sesudah adanya pengumuman *earning*, karena pengumuman *earning* mendahului pengumuman dividen, hal ini didasarkan pada sampel sebanyak 127 perusahaan 85% perusahaan melakukan pengumuman *earning* mendahului pengumuman dividen. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen meningkat tidak mengandung informasi, walaupun investor merespon positif namun pengumuman ini terdapat kebocoran informasi atau dengan kata lain hipotesis pertama tidak terbukti.

Pengujian ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat atau pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan. Pengujian ketepatan reaksi pasar dibagi menjadi dua, yakni pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Dalam mengklasifikasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh digunakan variabel IOS yaitu rasio MVE/BE, dengan membandingkan nilai pasar dengan nilai buku saham. Perusahaan dikatakan bertumbuh apabila MVE/BE ≥ 1

Tabel 1
Hasil Uji One Sample T –test

Hari	Rata-rata Abnormal return	t-hitung	Sig (one-tailed)	Keterangan
T-5	5,34E-03	1,408	0,162	Tidak signifikan
T-4	2,11E-03	0,639	0,524	Tidak signifikan
T-3	9,37E-04	0,223	0,824	Tidak signifikan
T-2	4,34E-03	1,883*	0,062	Signifikan
T-1	-6,26E-04	-0,250	0,803	Tidak signifikan
T0	-1,14E-03	-0,546	0,586	Tidak signifikan
T+1	6,41E-02	0,936	0,351	Tidak signifikan
T+2	1,26E-03	0,397	0,692	Tidak signifikan
T+3	-9,86E-04	-0,430	0,668	Tidak signifikan
T+4	-1,49E-04	-0,052	0,958	Tidak signifikan
T+5	-53,3E-03	-1,498	0,137	Tidak signifikan
CAR 11	6,354E-03	1,016	0,311	Tidak signifikan

Sumber: Output SPSS

dan perusahaan dikategorikan tidak bertumbuh apabila MVE/BE <1. Berdasarkan hasil dari perhitungan nilai rasio MVE/BE, diketahui bahwa dari 127 perusahaan, 94 perusahaan diantaranya masuk kedalam kategori bertumbuh dan 33 perusahaan dikategorikan tidak bertumbuh.

Pengujian hipotesis kedua atau respon investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh, Berdasarkan pada tabel 2 dapat diketahui bahwa pada T-5 sampai T-3 dan T-1 sampai T+5 pasar bereaksi tidak signifikan, bahkan secara kumulatif pasar tidak bereaksi signifikan dengan rata-rata

karena pengumuman *earning* mendahului pengumuman dividen, ini didasarkan dari sampel sebanyak 127 perusahaan 85% perusahaan melakukan pengumuman *earning* mendahului pengumuman dividen. Hal ini ditunjukkan dengan adanya reaksi yang dilakukan oleh pasar terjadi sebelum hari pengumuman. Dapat ditarik kesimpulan bahwa pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh direspon oleh investor dengan arah yang benar, namun dalam pengujian ini terdapat kebocoran informasi sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis kedua tidak dapat dibuktikan.

Tabel 2
Hasil Uji One Sample T –test

Hari	Rata-rata Abnormal return	t-hitung	Sig (one-tailed)	Keterangan
T-5	4,89E-03	1,352	0,180	Tidak signifikan
T-4	2,35E-03	0,564	0,574	Tidak signifikan
T-3	-4,0E-04	-0,111	0,912	Tidak signifikan
T-2	5,60E-03	2,077*	0,041	Signifikan
T-1	4,4E-04	0,155	0,877	Tidak signifikan
T0	-1,30E-03	-0,573	0,568	Tidak signifikan
T+1	8,992E-02	0,972	0,333	Tidak signifikan
T+2	-2,1E-04	-0,059	0,953	Tidak signifikan
T+3	2,13E-03	0,928	0,356	Tidak signifikan
T+4	-3,86E-03	-1,422	0,158	Tidak signifikan
T+5	6E-05	0,023	0,982	Tidak signifikan
CAR 11	9,141E-03	1,086	0,280	Tidak signifikan

Sumber: Output SPSS

abnormal return 0,009141. Reaksi pasar yang signifikan positif terjadi pada hari kedua sebelum pengumuman atau T-2. Rata-rata *abnormal return* yang diperoleh oleh investor sebesar 0,0056, namun pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh mengalami kebocoran informasi atau pasar bereaksi sesudah adanya pengumuman *earning*,

Pengujian respon investor terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh

Berdasarkan tabel 3 dapat dilihat bahwa reaksi pasar pada T-5 sampai T+2 tidak signifikan. Pasar bereaksi negatif signifikan pada hari ketiga setelah pengumuman dan kelima setelah pengumuman atau T+3 dan T+5, dengan rata-rata *abnormal return* pada T+3 sebesar -0,00985 dan

pada T+5 sebesar -0,2069. Pada hari pengumuman pasar tidak bereaksi signifikan, hal ini dikarenakan investor tidak bereaksi secara cepat terhadap pengumuman yang terjadi di pasar atau investor lamban dalam menanggapi pengumuman yang ada di pasar. Pasar bereaksi dengan benar, yakni pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh, namun reaksi yang dilakukan pasar terlambat. Dari hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi dan reaksi yang dilakukan oleh pasar tepat. Dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga terbukti.

Pada pengujian perusahaan bertumbuh reaksi pasar telah tepat yakni merespon secara positif, namun dalam pengujian tersebut terdapat kebocoran informasi atau diduga pasar bereaksi setelah pengumuman *earning* sehingga pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh tidak mempunyai kandungan informasi. Pada perusahaan tidak bertumbuh hasil pengujian menunjukkan bahwa pasar merespon negatif, tetapi reaksi yang dilakukan pasar terlambat. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa

investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Kecanggihan investor dalam penelitian ini diproksikan dengan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional. Dalam menguji pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat, didalam penelitian ini dibagi menjadi dua, yaitu pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional tinggi dan pengujian pada perusahaan yang mempunyai level kepemilikan institusional rendah. Perusahaan dengan level kepemilikan institusional melebihi 33,33% dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki level kepemilikan institusional tinggi, sedangkan perusahaan dengan level kepemilikan institusional kurang dari 33,33% dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki level kepemilikan institusional rendah. Berdasarkan kriteria tersebut sampel pada perusahaan yang tidak bertumbuh sebanyak 33 dipisahkan menjadi 30 perusahaan dengan level kepemilikan institusional tinggi dan 3 perusahaan dengan level kepemilikan institusional rendah.

Pengujian pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi

Tabel 4
Hasil Uji One Sample T -test

Hari	Rata-rata Abnormal return	t-hitung	Sig (one-tailed)	Keterangan
T-5	6,92E-03	0,599	0,554	Tidak signifikan
T-4	1,68E-03	0,322	0,750	Tidak signifikan
T-3	6,26E-03	0,452	0,655	Tidak signifikan
T-2	-3,05E-03	-0,884	0,384	Tidak signifikan
T-1	-4,54E-03	-0,807	0,426	Tidak signifikan
T0	-3,2E-04	-0,062	0,951	Tidak signifikan
T+1	-9,96E-03	-1,057	0,299	Tidak signifikan
T+2	5,19E-03	0,698	0,491	Tidak signifikan
T+3	1,014E-02	-1,668	0,106	Tidak signifikan
T+4	-7,66E-03	1,058	0,299	Tidak signifikan
T+5	-2,240E-02	-1,774*	0,087	Signifikan
CAR 11	-2,064E-03	-1,166	0,253	Tidak signifikan

Sumber: Output SPSS

pasar belum efisien setengah kuat secara keputusan, karena pasar dapat dikatakan efisien setengah kuat secara keputusan harus memenuhi tiga kriteria yakni kandungan informasi, kecepatan reaksi pasar dan ketepatan reaksi pasar (Doddy Setiawan dan Sitti Subekti, 2005).

Pengujian pengaruh kecanggihan

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa pada T-5 sampai dengan T+4 reaksi pasar tidak signifikan. Sebenarnya selama T-2 sampai T+1 pasar bereaksi negatif dengan rata-rata *abnormal return* -0,00305, -0,00454, -0,00032, -0,00996 namun reaksi tersebut tidak signifikan. Secara kumulatif pun pasar juga bereaksi negatif tetapi tidak

signifikan. Pasar bereaksi terlambat karena reaksi negatif signifikan terjadi setelah hari pengumuman yakni pada T+5 dengan rata-rata *abnormal return* sebesar -0,02240, reaksi pasar tepat yakni merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh, namun reaksi ini terlambat karena pasar bereaksi setelah hari pengumuman dividen.

Dari hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan tidak bertumbuh dan mempunyai level kepemilikan institusional tinggi mempunyai kandungan informasi, namun reaksi pasar terlambat. Reaksi yang dilakukan investor juga tepat karena merespon secara negatif atau dengan kata lain hipotesis keempat dapat dibuktikan.

dan reaksi pasar tepat. Sementara pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah menunjukkan bahwa tidak ada reaksi dari pasar. Dari kedua hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak ada pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa investor merespon pengumuman dividen meningkat, namun terdapat kebocoran informasi atau investor bereaksi setelah pengumuman *earning* sehingga pasar bereaksi sebelum hari pengumuman. Dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen meningkat tidak mempunyai kandungan informasi, karena pasar bereaksi sebelum hari pengumuman. Hasil penelitian ini tidak

Tabel 5
Hasil Uji One Sample T -test

Hari	Rata-rata Abnormal return	t-hitung	Sig (one-tailed)	Keterangan
T-5	6,63E-03	0,633	0,531	Tidak signifikan
T-4	1,46E-03	0,307	0,761	Tidak signifikan
T-3	4,75E-03	0,376	0,709	Tidak signifikan
T-2	7,7E-04	0,172	0,864	Tidak signifikan
T-1	-3,65E-03	-0,680	0,501	Tidak signifikan
T0	-6,9E-04	-0,142	0,888	Tidak signifikan
T+1	-9,33E-03	-1,088	0,285	Tidak signifikan
T+2	5,45E-03	0,801	0,429	Tidak signifikan
T+3	-9,85E-03	-1,722*	0,095	Signifikan
T+4	1,041E-02	1,369	0,181	Tidak signifikan
T+5	-2,069E-02	-1,793*	0,082	Signifikan
CAR 11	-1,340E-02	-0,756	0,455	Tidak signifikan

Sumber: Output SPSS

Pengujian pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah., Berdasarkan tabel 5 dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* positif terjadi pada T-5, T-2, T-1, T+2, T+4 dan secara kumulatif juga positif namun, tidak signifikan. Berdasarkan hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa pengumuman dividen meningkat yang diberikan perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah tidak direpson oleh pasar atau hipotesis kelima tidak dapat dibuktikan.

Berdasarkan pengujian pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi menyatakan bahwa pengumuman dividen meningkat mempunyai kandungan informasi, namun reaksi yang ditunjukkan pasar terlambat

konsisten dengan *dividend signalling theory* (Mamduh, 2004) yang menyatakan bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi. Temuan dalam penelitian ini juga tidak mengkonfirmasi dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Marfiah (2006) yang menunjukkan bahwa pengumuman dividen meningkat mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Hasil pengujian ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat menunjukkan bahwa pada perusahaan bertumbuh pengumuman dividen meningkat direpson positif, tetapi terdapat kebocoran informasi atau investor bereaksi setelah pengumuman *earning* sehingga pasar bereaksi sebelum hari pengumuman. Temuan dalam penelitian ini tidak

konsisten dengan hasil penelitian Marfuah (2006) yang tidak menunjukkan adanya kebocoran informasi dan investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

Hasil pengujian pada perusahaan tidak bertumbuh menunjukkan bahwa pengumuman dividen meningkat mempunyai kandungan informasi dan investor merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Reaksi yang dilakukan pasar terlambat, karena reaksi pasar terjadi setelah hari pengumuman. Hasil pengujian ini tidak mendukung penelitian Marfuah (2006), karena pada penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Hasil penelitian ini sesuai dengan harapan bahwa investor akan merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh, karena investor menganggap bahwa pengumuman tersebut dilakukan oleh perusahaan yang tidak berprospek sehingga sinyal tersebut tidak valid atau tidak bernilai ekonomis.

Hasil analisis diatas menyatakan bahwa investor merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan investor merespon negatif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh. Reaksi yang dilakukan pasar telah tepat, namun hasil pengujian pada perusahaan bertumbuh terdapat kebocoran informasi dan pengumuman dividen meningkat tidak mempunyai kandungan informasi sementara pengujian pada perusahaan tidak bertumbuh pasar bereaksi terlambat. Berdasarkan hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa pasar belum efisien setengah kuat secara keputusan. Pasar dapat dikatakan efisien setengah kuat secara keputusan harus mencakup tiga hal yakni kandungan informasi, kecepatan reaksi pasar dan ketepatan reaksi pasar (Doddy Setiawan dan Sitti Subekti, 2005). Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Marfuah (2006) yang menyatakan bahwa pasar modal di Indonesia belum efisien setengah kuat secara

keputusan.

Berdasarkan hasil pengujian pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi diperoleh hasil bahwa pengumuman dividen meningkat mempunyai kandungan informasi dan investor merespon secara negatif, namun reaksi pasar terlambat karena pasar bereaksi setelah hari pengumuman. Hasil ini sesuai dengan harapan, karena pada level kepemilikan institusional tinggi sebagian besar pelaku pasar adalah canggih sehingga mampu menganalisis sinyal atau informasi dengan tepat. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Marfuah (2006), karena pada penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa reaksi pasar tidak tepat yakni merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh dengan kepemilikan institusional tinggi.

Pengujian kecanggihan investor dalam merespon pengumuman dividen meningkat pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Marfuah (2006) yang menyatakan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah.

Berdasarkan hasil kedua pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak ada efek, akibat atau pengaruh dari analisis kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Marfuah (2006) yang menyatakan bahwa tidak terbukti adanya pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

SIMPULAN DAN SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan pada bab sebelumnya tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat, ketepatan reaksi pasar pada pengumuman dividen meningkat dan pengaruh kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi

pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat dapat diambil kesimpulan sebagai berikut; Hasil pengujian tentang kandungan informasi pengumuman dividen meningkat menyatakan bahwa pengumuman dividen meningkat tidak mempunyai kandungan informasi atau hipotesis pertama tidak terbukti.

Hasil pengujian tentang ketepatan reaksi pasar menunjukkan bahwa pada perusahaan bertumbuh reaksi yang dilakukan pasar tepat, tetapi terdapat kebocoran informasi sehingga pengumuman dividen meningkat tidak mempunyai kandungan informasi atau hipotesis kedua tidak dapat dibuktikan. Sementara pada pengujian perusahaan tidak bertumbuh menunjukkan bahwa pengumuman dividen meningkat memiliki kandungan informasi dan respon yang dilakukan pasar tepat, namun reaksi pasar terlambat. Dinyatakan bahwa hipotesis ketiga terbukti. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia pada periode 2004-2006 belum efisien baik secara informasi maupun se-

cara keputusan, karena pasar belum mencakup kandungan informasi dan kecepatan reaksi pasar.

Hasil pengujian tentang pengaruh kecanggihan investor dalam merespon pengumuman dividen meningkat menunjukkan bahwa pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional tinggi pengumuman dividen meningkat mempunyai kandungan informasi, serta respon yang dilakukan pasar tepat namun reaksi pasar terlambat. Berdasarkan hal tersebut dapat dikatakan bahwa hipotesis keempat dapat dibuktikan. Pada perusahaan tidak bertumbuh dengan level kepemilikan institusional rendah menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat atau hipotesis kelima tidak dapat dibuktikan. Berdasarkan hasil kedua pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak ada efek, akibat atau pengaruh dari analisis kecanggihan investor terhadap ketepatan reaksi pasar dalam merespon pengumuman dividen meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Alni R. (2007), *Statistik II*, Edisi Februari 2007, UPFE UMY. Yogyakarta.
- Arief, Failasuffudien. (2006), "Dampak Hari Pengumuman Dividen dan Earning Terhadap Return Saham Di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, Januari, hal. 87-89.
- Arthur, K. (2000), *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Dua, Salemba Empat, Jakarta.
- Caecilia, W., dan Erni, E. (2002), "Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Divedend cut dan Divedend Omission di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, April, hal. 15-26.
- Doddy, S., dan Jogiyanto, H. (2002), "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan", *Simposium Nasional Akuntansi 5. Ikatan Akuntan Indonesia*, September, hal. 334-347.
- Doddy, S., dan Sitti, S. (2005), "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Selama Krisis Moneter)", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 8, No. 2, Mei, hal. 121-137.
- Eka, H., dan Nunung, G. (2006), "Uji Bentuk Setengah Kuat Di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol 7, No. 1, Januari, hal. 101-112.
- Gudono., dan Johny. (2004), "Analisis Kandungan Informasi Pengumuman Devidend dan Ketepatan Reaksi Pasar", *KOMPAK*. No. 10, Januari-April, hal. 13-28.
- Jogiyanto, H. (2003), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 3, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Jogiyanto. (2005), *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Edisi 2005, BPFE UGM, Yogyakarta.

- Mafuah. (2006), "Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar Dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkatkan", *Jurnal Akuntansi Auditing Indonesia*. Vol 10, No. 2, Desember, hal. 161-182.
- Mamduh, H. (2005), *Manajemen Keuangan*. Edisi 2005, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Ridwan, S., dan Inge, B. (2003), *Manajemen Keuangan*. Edisi keempat, PT Intan Sejati, Klaten.
- Tandelilin, E. (2001), *Analisis Investasi dan Manajeme Portofolio*, Edisi pertama, BPFE UGM, Yogyakarta.