

THE CAPITAL MARKET EFFICIENCY “SEMI STRONG FORM TEST” WITH THE ANNOUNCEMENT OF A DIVIDEND IN THE INDONESIA STOCK EXCHANGE (IDX)

EFISIENSI PASAR MODAL “SEMI STRONG FORM TEST” DENGAN ADANYA PENGUMUMAN DIVIDEN DI BURSA EFEK INDONESIA (IDX)

Nelly Latifah

Khanifah

hanni_zidane@yahoo.com

Universitas Wahid Hasyim Semarang

Jl. Menoreh Tengah X/ 22 Sampangan Semarang

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the Capital Market Efficiency Semi Strong Form Test with the announcement of a dividend in the Indonesia Stock Exchange. Sampling companies using purposive sampling method, of the 216 companies that perform dividend announcements can be obtained 84 sample firms. Using multiple linear regression to obtain the results of this study are positive abnormal stock returns on the day of the announcement and about the dividend announcement. From the results of the study also showed the presence of abnormal returns on investors' reaction to the announcement of the dividend. The results of this study are consistent with the descriptions in signal theory that explains that the announcement could reflect the share price reflected the return and abnormal return.

Keywords: market efficiency, Semi-Strong Form test, dividend

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisa Efisiensi Pasar Modal Semi Strong Form Test dengan adanya pengumuman dividen di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel perusahaan menggunakan metode *purposive sampling*, dari 216 perusahaan yang melakukan pengumuman dividen dapat diperoleh 84 perusahaan sampel. Menggunakan regresi linier berganda maka penelitian ini memperoleh hasil Terdapat abnormal return saham yang positif pada hari pengumuman dan sekitar pengumuman dividen. Dari hasil penelitian juga menunjukkan terdapatnya *abnormal return* atas reaksi investor pada pengumuman dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penjelasan dalam teori sinyal yang menjelaskan bahwa informasi pengumuman dapat merefleksikan harga saham dengan tercermin terjadinya *return* dan *abnormal return*.

Kata kunci: Efisiensi pasar, Semi Strong Form test, dividen

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran strategis bagi perekonomian nasional. Peran tersebut antara lain adalah sebagai sumber pembiayaan bagi perusahaan dan wahana investasi bagi masyarakat. Perusahaan yang membutuhkan dana mempunyai beberapa cara, antara lain dengan meminjam ke bank, menerbitkan saham atau obligasi.

Perkembangan pasar modal tidak bisa lepas dari kondisi lingkungan, baik lingkungan makro maupun lingkungan mikro. Pengaruh lingkungan mikro meliputi: kinerja perusahaan, pengumuman penerbitan obligasi syariah, pengumuman dividen, dan sebagainya. Sementara lingkungan makro meliputi: inflasi, kenaikan suku bunga, dan kurs valuta asing. Faktor-faktor ini sangat berpengaruh pada keputusan investasi di pasar modal. Pengaruh ini ditunjukkan oleh perubahan harga saham maupun aktivitas volume perdagangan saham. Perkembangan aktivitas pasar modal yang pesat membawa perubahan sebesar terhadap tuntutan kualitas informasi.

Informasi yang dimiliki oleh investor lebih sedikit dibanding informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen, hal ini disebut sebagai informasi yang tidak simetris (*asymetric information*). Oleh karena itu, dalam pengambilan keputusan investasinya, investor sering mendasarkan pada sinyal yang diberikan oleh perusahaan, salah satunya adalah pengumuman pembagian dividen. Pengumuman dividen menjadi informasi menarik bagi investor (*good news*), karena dipersepsikan bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang bagus. Informasi ini akan direaksi oleh investor yang secara metodologis disebut sebagai *event study*. *Event study* banyak digunakan untuk menguji efisiensi pasar modal.

Pengujian efisiensi pasar setengah kuat yang dilakukan dalam penelitian ini adalah secara informasi. Pengujian ini dilakukan dengan melihat ada tidaknya *abnormal return*

saham seputar pengumuman dividen. Pengujian secara empiris mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman dividen menjadi perhatian para peneliti, berdasarkan *Bird in the hand theory*, investor lebih menyukai untuk menerima dividen dari pada menerima *capital gain* (Gorgon dan Litner, 1961 dalam Tjandra, 2006). Dividen memiliki risiko lebih rendah jika dibandingkan dengan *Capital gain*, sehingga para pemegang saham cenderung menilai harga saham suatu perusahaan berdasarkan pada laba ditahan.

Kebijakan dividen adalah salah satu dari persoalan yang sangat diperdebatkan di keuangan (*finance*). Muncul beberapa studi empiris yang mendukung dan menolak relevansi dividen dan merancang berbagai model untuk menjelaskan perilaku dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powel (1990) dalam Apriani (2005) menyelidiki pandangan manajer kantor pusat di perusahaan-perusahaan Amerika mengenai tiga hal yaitu (1) hubungan antara nilai perusahaan dan kebijakan dividen, (2) penjelasan mengenai relevansi dividen meliputi *bird-in the hand*, *signaling*, pemilihan pajak dan penjelasan keagenan dan (3) bagaimana perusahaan menentukan jumlah dividen yang dibayarkan. Mereka menguji apakah respon mengenai hal ini berbeda diantara tiga kelompok industri (manufaktur, perdagangan ceran dan utilitas). Sedangkan penelitian Apriani (2005) reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan, hasilnya membuktikan bahwa pasar merespon pengumuman dividen dengan naiknya tingkat kinerja saham selama periode pengamatan 2 minggu sebelum pengumuman dan setelah pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan utilitas publik dan perusahaan industri kecil. Hal ini membuktikan pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan memberikan pengaruh terhadap kinerja saham perusahaan, dengan tercermin adanya reaksi dari pasar terhadap saham-saham perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen.

Penelitian mengenai dividen selama ini lebih banyak mengenai kandungan informasi, tetapi tidak membahas kecangihan pasar. Sujoko (1999) menemukan pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi, namun pasar di Bursa Efek Indonesia masih naif. Artinya investor tidak mepedulikan kandungan informasi dari pengumuman dividen untuk berdampak pada peningkatan kinerja saham atau *return* saham perusahaan yang memberikan informasi pengumuman dividen. Sehingga berdasarkan penelitian Sujoko (1999) membuktikan bahwa Bursa Efek Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan. Begitu juga dengan penelitian Setiawan dan Hartono (2003) menguji efisiensi pasar setengah kuat secara keputusan dengan pengumuman dividen meningkat. Hasil dari penelitian mereka membuktikan bahwa pasar tidak bereaksi secara signifikan terhadap perusahaan berkembang dan memberi dampak positif perusahaan yang tidak berkembang. Aktualnya, pasar selalu bereaksi secara positif hanya perusahaan yang berkembang dan reaksi negatif untuk perusahaan yang tidak berkembang. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BEI tidak pasar efisien secara keputusan. Dari penelitian mereka tersebut menguji pasar efisiensi secara keputusan dengan menganalisis pengumuman dividen meningkat dengan mengelompokkan perusahaan yang berkembang dan tidak berkembang.

Fenomena jangka pendek yang mungkin terjadi adalah kenaikan kinerja dari saham yang ditunjukkan dengan *return* yang positif dalam jangka waktu satu sampai tiga bulan sejak diumumkan pembagian dividen. Di Indonesia fenomena pengumuman dividen menunjukkan bahwa hampir selalu memberikan *return* bagi investornya. Namun besarnya *return* yang di peroleh ini perlu diklasifikasikan berdasarkan data teknikal dan fundamental perusahaan. Penilaian kinerja saham dimaksudkan untuk menilai keberhasilan suatu saham. Secara garis

besar penelitian tersebut di atas menyimpulkan bahwa *return* saham terjadi karena sebagai akibat fenomena pada setiap pasar modal atau pada setiap negara yang merupakan fenomena jangka pendek. Jika investor benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya, maka pengumuman tersebut akan berdampak pada perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*). Dengan perubahan dari harga saham perusahaan merupakan bentuk dari kinerja saham dan pembuktian bahwa pasar modal setengah kuat.

Pasar modal merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual dengan resiko untung dan rugi, dan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Saham adalah surat berharga sebagai bukti kepemilikan sebagian dari perusahaan. Sedangkan obligasi merupakan surat hutang yang mengharuskan peminjam untuk membayar pokok pinjaman ditambah dengan bunga dalam jangka waktu tertentu. Untuk menarik investor dalam melakukan investasi pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Pasar modal juga dikatakan mempunyai fungsi sebagai sarana alokasi dana yang produktif (Hartono, 2010). Pasar dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan membeli surat-surat berharga dengan cepat. Sedangkan pasar efisien jika harga dari surat berharga juga mencerminkan penilaian investor terhadap prospek laba perusahaan di masa mendatang serta kualitas dari manajemennya. Apabila harga suatu saham mengalami penurunan pada waktu tertentu hal ini memberikan gambaran kepada investor bahwa kualitas manajemen perusahaan yang kurang baik, maka investor akan mempertimbangkan investasinya.

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari oleh pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak

semua informasi merupakan informasi yang berharga, bahkan sebagian besar informasi tidak relevan dengan aktivitas pasar modal, akan tetapi para investor lebih cenderung memakai informasi yang ada, akibatnya para pelaku sering bertindak spekulasi yang disertai ketakutan akan suatu hal yang dapat menimbulkan kekacauan dalam aktivitas perdagangan. Sebagian para investor yang lebih mengetahui dan dapat mengedalikan pasar dengan melakukan pemilahan dan penilaian atas informasi relevan sebagai pertimbangan yang akan di ambil dalam melakukan investasi.

Dalam penelitiannya, Marson (1996) menemukan dua penyebab buruknya informasi, *pertama* karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*), *kedua*, karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung di dalam informasi tersebut (*information content*). Dari muatan informasi sudah dapat dilihat relevan dengan aktivitas pasar modal dan *aksiomatik* dari informasi tersebut. Dan sering terjadi kesalahan pendistribusian informasi yang dilakukan oleh pihak tertentu, karena distribusi informasi suatu yang berharga dan mengandung aspek kemudahan (*accessibility*) dengan biaya untuk memperoleh informasi tersebut.

Kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi pasar. Semakin cepat pergerakan efisiensi pasar membuktikan semakin cepat terefleksinya harga saham, setiap perdetik terjadi perubahan harga saham yang terjadi di pasar modal. Setiap investor sangat menyukai pergerakan saham yang positif dalam aktivitas perdagangan tidak mendapat respon yang besar tetapi jika pergerakan negatif akan merespon dengan cepat dan berpengaruh pada volume perdagangan dan ekspektasi para investor. Dalam konsep *Efficient Market Hypothesis (EMH)*, suatu pasar dikatakan efisien jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi yang baru dan

relevan yang tersedia (Fama, 1991) dalam Setiawan dan Jogianto (2003). Berdasarkan pernyataan di atas terdapat dua unsur pokok yang merupakan ciri pasar yang efisien dalam setengah kuat, yaitu tersedianya informasi yang relevan dan harga menyesuaikan dengan cepat terhadap informasi yang baru

METODE PENELITIAN

Jenis dan sumber Data

Dalam melakukan penelitian ini dipergunakan data sekunder yaitu data Indeks Harga Saham Gabungan serta data perdagangan saham harian. Emiten-emiten yang dijadikan sampel merupakan emiten yang sahamnya aktif diperdagangkan, yaitu saham-saham yang memiliki volume transaksi lebih besar daripada nol pada saat peristiwa tersebut berlangsung (pada *event date*), saham-saham tersebut telah terdaftar di BEI selama periode *estimasi* pengumuman dividen. Pengambilan saham-saham yang aktif diperdagangkan pada saat peristiwa berlangsung sebagai sampel pada penelitian ini didasari oleh pertimbangan bahwa investor bereaksi terhadap informasi yang muncul pada saat sebuah peristiwa terjadi dengan melakukan transaksi terhadap saham-saham yang ada di Bursa Efek Indonesia. Sampel-sampel ini masih tetap dapat merepresentasikan reaksi dari pasar meskipun terdapat kebocoran informasi (*leak*) karena diasumsikan pada hari peristiwa tersebut berlangsung masih terdapat transaksi yang dilakukan oleh *uninformed trader*.

Penentuan sampel

Penelitian ini merupakan *event study* untuk menguji efisiensi bentuk setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman inisiasi dividen. Pengambilan sampel perusahaan menggunakan metode *purposive sampling*, dari 216 perusahaan yang melakukan pengumuman dividen dapat diperoleh 84 perusahaan sampel berdasarkan Kriteria-kriteria pengambilan

sampel adalah sebagai berikut:

- Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tunai (*cash dividend*).
- Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel adalah perusahaan yang melakukan inisiasi dividen selama periode 2012.
- Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012.
- Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang memiliki kebijakan pembayaran dividen tunai setahun sekali.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Dalam metode ini data peristiwa pengumuman dividen perusahaan diperoleh dari Pojok Bursa BEI UNDIP Semarang, data Indeks Harga Saham Gabungan serta data perdagangan saham harian (www.idx.co.id).

Metode Analisis Data

Dalam melakukan analisa dalam sebuah *event study*, variabel-variabel yang diperhatikan di dalamnya adalah *abnormal return*, *expected return*, *cumulative abnormal return*, *average abnormal return*, *cumulative average abnormal return*, *standardized abnormal return* serta *standardized cumulative abnormal return*. Untuk menguji terdapat perbedaan antar sebelum dan sesudah peristiwa dilakukan uji t.

Alat pengujian hipotesis yang digunakan dalam penelitian adalah model yang dikembangkan oleh Ball dan Brown (1968) dalam Setiawan dan Jogiyanto (2003) dalam menguji efek isi informasi terhadap pendapatan (*information content earnings*) dan Fama, Fisherm Jensen dan Roll (1969) dalam studinya mengenai efek dari *stock-splits*, yakni pengujian terhadap *abnormal return* saham (MacKinlay, 1997 dan Peterson, 1989) dalam Setiawan dan Jogiyanto

(2003). Tahapan yang digunakan dalam pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

Pengujian Hipotesis 1

Abnormal return

Abnormal return merupakan sebagai selisih dari imbal hasil aktual yang didapatkan investor pada saat terjadinya sebuah peristiwa dengan imbal hasil yang diharapkan investor jika tidak terjadi peristiwa tersebut, Barbara (2004) secara sitematik *abnormal return* dapat dinyatakan dengan persamaan berikut:

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

AR_{it} = *abnormal return* dari saham i pada waktu ke t

R_{it} = return dari saham i pada waktu ke t

$E(R_{it})$ = *exspected return* dari saham i pada waktu ke t

Expected return

Untuk melakukan estimasi terhadap tingkat timbal hasil *ekspektasi*, dengan menggunakan koefisien alpha dan beta yang diperoleh dengan melakukan perhitungan pada periode estimasi, Tjandra (2006) yaitu;

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$$

Keterangan :

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

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

Koofisien α dan β diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara return saham (R_{it}) dengan return pasar (R_{mt}). dari koefisien α dan β tersebut dapat dihitung *expected return* tiap-tiap saham $E(R_i)$.

Cumulative Abnormal Return (CAR)

Cumulative Abnormal return (CAR) merupakan penjumlahan *abnormal return* selama *event window*, Barbara (2004). Secara matematis *cumulative abnormal return* dinyatakan sebagai berikut :

$$CAR_i = \sum_{t=t-5}^{t+5} (AR_{it})$$

Keterangan :

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

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

Average Abnormal Return (AAR)

Average abnormal return merupakan rerata *abnormal return* dari saham yang terdiri dari n-saham dapat dihitung melalui rumus berikut:

$$AAR_{nt} = \sum_{i=1}^n (AR_{it})$$

Cummulative Average Abnormal return (CAAR)

Cummulative average abnormal return merupakan penjumlahan *average abnormal return* saham selama *event window*. Perhitungan *cummulative average abnormal return* dilakukan dengan menambah *average abnormal return* saham pada hari ke-t dengan *average abnormal return* saham pada hari-hari sebelumnya. *Cummulative average abnormal return* dapat dinyatakan berikut ini :

$$CAAR_i = \sum_{t=t-5}^{t+5} (AAR_{it})$$

Standardized Abnormal return (SAR)

Perhitungan *standardized Abnormal Return (SAR)* diperlukan untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* yang dicapai oleh saham pada saat peristiwa berlangsung. *Standardized abnormal return (SAR)* saham dapat dinyatakan dengan persamaan berikut:

$$SAR_{Nt} =$$

$$\frac{1}{\sqrt{N}} CAR_i = \sum_{t=1}^{t=2} \left(\frac{AR_{it}}{S_{ift}} \right)$$

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada t

N = jumlah saham

S_{ift} = standar *error* peramalan untuk saham i pada saat t, S_{ift} dihitung sebagai berikut ;

$$S_{ift} = S_{ie} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - R_{m^*})^2}{\sum_{k=1}^T (R_{mk} - R_{m^*})^2}}$$

R_{mt} = *return* pasar untuk periode t selama *event window*

R_{mk} = *return* saham untuk periode k selama periode estimasi

R_{m^*} = rerata *return* saham selama periode estimasi

T = periode estimasi

S_{ie} = standar *error* estimasi untuk saham selama periode T dalam periode setimasi.

Nilai standar *error* estimasi ini didapat melalui formula:

$$S_{ie} = \sqrt{\sum_{t=1}^{t=2} \left(\frac{R_{ik} - R_{ik^*}}{T-2} \right)^2}$$

R_{ik} = *return* yang terjadi pada periode k selama periode estimasi

R_{ik^*} = *return* yang diprediksi pada periode k selama periode estimasi

T = periode estimasi

Standardized cummulative abnormal return (SCAR)

Perhitungan *standardized cummulative abnormal return (SCAR)* diperlukan untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* selama peristiwa berlangsung atau pada *event period*, SCAR dihitung dengan rumus :

$$SCAR_{Nt} = \frac{1}{k} \sum_{k=0}^n (SAR_{Nt})$$

SAR_{Nt} = *standardize abnormal return* pada *event window*

k = , dimana merupakan rentang *event window* pada saat sebelum (setelah) peristiwa terjadi, dalam penelitian ini memakai lima (5) hari.

Pengujian Hipotesis 2

Untuk menghitung rerata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa dapat dilakukan dengan beberapa langkah berikut, pertama, menghitung rerata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa :

$$AAR \text{ sebelum} = \frac{\sum_{i=1}^n (AR \text{ sebelum})}{n}$$

dan

$$AAR \text{ setelah} = \frac{\sum_{i=1}^n (AR \text{ setelah})}{n}$$

kedua, menghitung deviasi standar rerata return sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\sigma_{\text{sebelum}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=1} (AR \text{ sebelum} - \overline{AR} \text{ sebelum})^2}{n-1}}$$

dan

$$\sigma_{\text{setelah}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=1} (AR \text{ setelah} - \overline{AR} \text{ setelah})^2}{n-1}}$$

Untuk menghitung uji -t statistik (pada tingkat signifikan α 0.05)

$$t \text{ hitung} = \frac{\overline{AR} \text{ setelah} - \overline{AR} \text{ sebelum}}{\sqrt{\left\{ \frac{\sigma^2 \text{ setelah}}{\tau_1} \right\} + \left\{ \frac{\sigma^2 \text{ sebelum}}{\tau_2} \right\}}}$$

n = jumlah saham yang diamati

Dalam melakukan analisis pergerakan saham, langkah untuk melakukan perhitungan rerata volume perdagangan yang terdapat dalam hipotesis 3, mula-mula harus dihitung terlebih dahulu aktivitas volume perdagangan saham i

pada periode t

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham } i \text{ ditransaksikan waktu } t}{\sum \text{saham } i \text{ beredar waktu } i}$$

Menghitung rerata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\overline{TVA}_{\text{sebelum}} = \frac{\sum_{i=1}^n (TVA \text{ sebelum})}{10}$$

dan

$$\overline{TVA}_{\text{setelah}} = \frac{\sum_{i=1}^n (TVA \text{ setelah})}{10}$$

Menghitung deviasi standar rerata return saham sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\sigma_{\text{sebelum}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=1} (TVA \text{ sebelum} - \overline{TVA} \text{ sebelum})^2}{n-1}}$$

dan

$$\sigma_{\text{setelah}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=1} (TVA \text{ setelah} - \overline{TVA} \text{ setelah})^2}{n-1}}$$

menghitung uji statistik-t (pada tingkat signifikansi α 0.05)

$$t \text{ hitung} = \frac{\overline{TVA} \text{ setelah} - \overline{TVA} \text{ sebelum}}{\sqrt{\left\{ \frac{\sigma^2 \text{ setelah}}{\tau_1} \right\} + \left\{ \frac{\sigma^2 \text{ sebelum}}{\tau_2} \right\}}}$$

Jangka waktu pengamatan penelitian

Jangka waktu pengamatan dalam penelitian ini dilihat pada saat periode estimasi dimanfaatkan untuk menghitung imbal hasil dari sampel dalam keadaan normal. Yang dimaksud dengan keadaan normal adalah tidak terjadi peristiwa tertentu yang berpengaruh terhadap sampel saham pada periode estimasi. Peristiwa estimasi ini diambil berdekatan dengan *event window* dengan asumsi bahwa nilai ekspektasi dari investor tidak terlalu jauh berbeda dengan periode estimasi dan periode *event window*. *Event window* dimanfaatkan untuk menghitung

abnormal return dari sampel pada saat peristiwa berlangsung. Periode ini merupakan periode didekat peristiwa tersebut terjadi.

Periode kejadian selama 21 hari, yakni terdiri dari 10 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), 1 hari pada saat peristiwa (*event day*) dan 10 hari setelah peristiwa (*post event*). Periode pengamatan difokuskan pada pengumuman dividen

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Perusahaan

Sampel penelitian ini dilakukan terhadap 84 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 yang melakukan pengumuman dividen. Dari seluruh perusahaan yang tercatat dalam ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Sampel ini dikontrol dari efek pengganggu seperti: *stock dividend*, *stock Split*, *right issue*, *merger and acquisition*, dan berita-berita yang terkait dengan hal yang dapat mengganggu proses pengamatan.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Uji normalitas dalam pengujian ini menggunakan *One-sample Kolmogorov Smirnov* dengan tingkat signifikansi 0,05. Berdasarkan hasil pengujian didapatkan angka *Asymp. Sig. (2-tailed)* bernilai kecil (> 0.05), berarti asumsi normalitas terpenuhi. Berdasarkan tabel 4.2 di atas seluruh data yang digunakan dalam penelitian terdistribusi secara normal dengan nilai *asympt.sig.(2-tailed)* 0,000 kecil dari 0,05. Sehingga dapat disimpulkan data layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas merupakan fenomena adanya korelasi yang sempurna antara satu variabel bebas lainnya. Hasil analisis

menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel independen berada di bawah 5 dan nilai *tolerance* berada di atas 0.10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi karena observasi yang berurutan sepanjang waktu dan berkaitan satu sama lain. Uji Durbin Watson digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam regresi tidak ada variabel pengganggu dalam variabel independen. Berdasarkan hasil olahan data, dengan nilai DW 1.998 dibandingkan dengan nilai signifikan 5%, jumlah sampel 80 (n), maka tabel Durbin Watson (1,515) sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi autokorelasi ($1.998 > 1.515$).

Uji linearitas

Uji linearitas ini menggunakan uji Durbin Watson. Berdasarkan nilai DW 1.998 dibandingkan dengan nilai signifikan 5%, jumlah sampel 80 (n), maka tabel Durbin Watson (1,515) sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi autokorelasi ($1.998 > 1.515$), maka study empiris pada penelitian ini berbentuk linear.

Uji Heteroskedastisitas

Untuk menguji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan mengamati grafik *scatterplot* dengan pola titik-titik yang menyebar di atas dan di bawah sumbu Y. Pada grafik *scatterplot* terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi ini.

Pengujian Hipotesis

Pengujian keberadaan *abnormal return*

Variabel dependen pada penelitian ini adalah *Abnormal Return*. *Abnormal Return* digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang diinformasikan perusahaan

dengan dipublikasikan sebagai pengumuman. *Abnormal Return* diukur dengan menghitung terlebih dahulu *Return* sesungguhnya berdasarkan data perdagangan saham harian perusahaan di BEI, yaitu harga pada akhir periode perdagangan saham harian (*closing price*). Sedangkan *return ekspektasian* diukur berdasarkan data IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) pada periode penelitian. Berikut ini merupakan langkah-langkah yang dilakukan dalam perhitungan *abnormal return*:

1. Menghitung *Return* Sesungguhnya
2. Menghitung *Return Ekspektasian*
3. Menghitung *Cummulative Abnormal Return*
4. Menghitung *Abnormal Return*

Return saham dihitung selama 21 hari pengamatan (10 hari sebelum peristiwa, 1 hari peristiwa dan 10 hari setelah peristiwa).

Hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* dari 84 perusahaan yang menjadi sampel penelitian selama periode pengamatan 21 hari berdasarkan data perdagangan saham harian perusahaan dan IHSG, yaitu 10 hari sebelum peristiwa, 1 hari saat peristiwa dan 10 hari setelah peristiwa. Pengujian kandungan informasi pengumuman dividen menggunakan uji t untuk melihat apakah *abnormal return* pada periode jendela mengalami peningkatan yang signifikan atau tidak dapat dilihat di tabel 1 di atas. Dari tabel tersebut dapat dilihat selama 10 hari sebelum dan 10 hari setelah saat pengumuman dividen. Reaksi pasar ini menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 4947,628, dengan nilai t-hitung 1.666 dan pada tingkat signifikansi 0.099 ($P < 0,1$). Berdasarkan hasil penelitian ini terdapat reaksi pasar yang signifikan pada hari pengumuman dividen, maka hipotesis nol diterima (**H₁ diterima**). Jadi pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Dengan menggunakan seluruh informasi yang dapat diperoleh dan ditambah dengan

pengalaman-pengalaman masa lalu, seorang investor membangun ekspektasi atas *return* yang mungkin diperoleh dari investasi yang akan dilakukan. Namun kepercayaan seorang investor tidak selalu sama dengan investor lain walaupun memiliki informasi yang sama. Perbedaan dalam kemampuan menginterpretasikan berpengaruh besar dalam proses pengambilan keputusan investasi. Jadi, sangat sulit untuk memprediksikan tindakan apa yang akan diambil seorang investor. Dalam pasar saham, harga hanya akan bergerak apabila sebagian besar investor memiliki putusan yang sama.

Pengumuman dividen di Indonesia berdasarkan penelitian ini tidak mempunyai kandungan informasi yang signifikan. Pasar menganggap informasi pengumuman dividen tidak memberikan sinyal meyakinkan manajemen bahwa kinerja perusahaan tidak meningkat di masa depan dengan indikator *return* saham perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Tjandra (2006) dan Setiawan dan Hartono (2003) yang mengidentifikasi adanya reaksi dari *return* saham pada saat pengumuman dividen. Selain itu, bukti empiris sejauh ini telah dikemukakan cenderung mendukung efisiensi pasar bentuk semi kuat. Informasi yang membentuk harga pasar masih didominasi oleh informasi historis dan informasi publik. Hal lain yang juga berhubungan dengan efisiensi pasar adalah ditemukannya berbagai hal yang dapat mementahkan efisiensi pasar, seperti Hartono (2003) efisiensi pasar dengan keputusan bukan secara informasi.

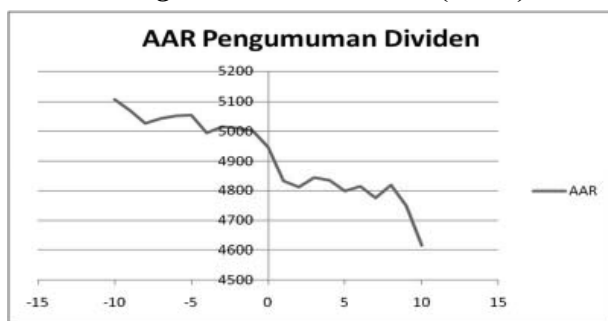
Pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman dividen

Dilihat tabel 1 di atas juga menunjukkan nilai rata-rata *abnormal return* pada hari pengumuman mengalami penurunan jika dibanding dengan rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman dividen dan terus mengalami penurunan setelah hari pengumuman. Namun dari nilai rata-rata

abnormal return sekitar tanggal pengumuman tersebut, reaksi yang ditunjukkan oleh pasar tidak tertutup kemungkinan disebabkan oleh para investor sudah mendapatkan informasi atau lebih mempertimbangkan informasi lain ketimbang merespon informasi pengumuman dividen.

Pada hari pengamatan ($H=0$) diketahui bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya nilai *abnormal return* yang positif dan signifikan (0,099). Sehingga penelitian ini membuktikan bahwa terdapatnya *abnormal return* pada saat pengumuman dividen (**H2 diterima**). Namun demikian, kondisi tersebut hanya berlangsung terus menurun selama periode pengamatan. Hasil pengujian selengkapnya dapat dilihat pada grafik berikut:

Gambar 1
Nilai Average Abnormal Return (AAR) Pada



sumber: data yang diolah

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien setengah kuat secara informasi terhadap pengumuman dividen. Hasil tersebut ditunjukkan dengan adanya kecepatan reaksi pasar dalam merespon informasi pengumuman dividen pada hari pengamatan ($H=0$) untuk kemudian segera menyesuaikan dengan menunjukkan tingkat *abnormal return*, meskipun terus menurun. Penyebab dari penurunan *return* saham pada tahun 2012 dan pada periode pengamatan diindikasikan disebabkan keadaan perekonomian

Indonesia yang terpengaruh dari resesi ekonomi global pada tahun 2012 yang puncaknya terjadi semester 2 tahun 2012. Sehingga investor lebih bereaksi dengan cepat atas resesi ekonomi global. Pada tahun tersebut investor lebih dikhawatirkan dengan aktivitas pasar yang berbondong-bondong melakukan penjualan saham secara besar-besaran dan mengakibatkan tingkat *return* semakin menurun dan bursa efek Indonesia dihentikan sementara untuk menanggulangi resesi ekonomi global. Jadi, kemungkinan bukan pengumuman dividen yang lebih punya pengaruh terhadap reaksi pasar, namun keadaan ekonomi negara pada saat itu.

Teori sinyal (*signaling Theory*) menyatakan bahwa jika pasar merespon informasi pada hari pengumuman dividen maka hal tersebut berarti merupakan sinyal positif bagi investor. Meskipun merupakan sinyal yang positif, namun dilihat dari rata-rata *abnormal return* saham seluruh perusahaan yang diamati menunjukkan nilai yang terus menurun seputar hari pengamatan tingkat rata-rata *abnormal return*.

Salah satu aspek yang dinilai untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi adalah kecepatan reaksi pasar terhadap informasi pengumuman dividen. Pasar yang efisien bentuk setengah kuat secara informasi jika pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi dan beraksi dengan cepat. Berdasarkan tabel 1 dan gambar 1 dapat dilihat bahwa investor mampu menikmati *abnormal return* positif pada waktu yang cukup panjang saat pengumuman dividen, namun *abnormal return* yang nilainya terus menurun sepanjang pengamatan reaksi investor. Pengujian periode 3 hari sebelum pengumuman menunjukkan *abnormal return* positif yang signifikan, namun pengujian perioda 10 hari setelah pengumuman menunjukkan *abnormal return* positif tapi dengan tingkat AAR yang menurun sampai akhir perioda pengamatan. Pengujian terhadap pengumuman dividen, investor mengalami

abnormal return menurun yang berkepanjangan yaitu 10 hari. Artinya investor tidak mampu menggunakan informasi pengumuman dividen menurun untuk mengambil keputusan investasi dengan segera. Akibatnya, investor menderita kerugian yang berkepanjangan. Artinya investor mampu menikmati keuntungan pada jangka waktu yang singkat. Investor di Indonesia lambat untuk bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat dan konstan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Setiawan dan Hartono (2003) yang menunjukkan investor di BEJ bereaksi secara cepat terhadap pengumuman dividen meningkat, sehingga investor hanya memperoleh *abnormal return* positif pada saat pengumuman saja.

Investor di Bursa Efek Jakarta bereaksi lambat terhadap pengumuman dividen yang diberikan oleh emiten, baik pengumuman dividen meningkat, konstan maupun menurun. Investor dapat menikmati *abnormal return* positif yang berkepanjangan pada saat ada informasi mengenai pengumuman dividen meningkat dan konstan. Investor juga menanggung *abnormal return* negatif yang berkepanjangan pada saat menghadapi informasi pengumuman dividen menurun. Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi mencakup pengujian kandungan informasi dan kecepatan reaksi pasar. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor tetapi mereka bereaksi dengan lambat. Berdasarkan penelitian ini maka BEJ selama krisis moneter belum efisien setengah kuat secara informasi.

Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan mencakup pengujian kandungan informasi pengumuman dividen, kecepatan reaksi pasar dan ketepatan reaksi pasar. Pengumuman dividen di Indonesia mempunyai kandungan informasi yang berguna, namun investor bereaksi lambat serta tidak cangguh dalam

menganalisis informasi. Berdasarkan penelitian ini BEI pada periode krisis moneter belum efisien setengah kuat secara keputusan. Investor di BEI masih naif, tidak dapat membedakan antara sinyal informasi yang bernilai ekonomis dan tidak bernilai ekonomis.

KESIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah diuraikan di atas, maka kesimpulan yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

1. Terdapat *abnormal return* saham yang positif pada hari pengumuman dan sekitar pengumuman dividen. Hal itu ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* cukup signifikan pada hari pengumuman dividen pada tingkat 0,1, yaitu sebesar 0,099.
2. Dari hasil penelitian juga menunjukkan terdapatnya *abnormal return* atas reaksi investor pada pengumuman dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penjelasan dalam teori sinyal yang menjelaskan bahwa informasi pengumuman dapat merefleksikan harga saham dengan tercermin terjadinya *return* dan *abnormal return*.

Saran

Jumlah sampel yang berhasil diperoleh untuk penelitian ini masih relatif sedikit, yang hanya mengambil sampel tahun 2012. Penelitian yang akan datang diharapkan bisa memperoleh jumlah sampel yang lebih banyak seiring dengan bertambahnya usia Bursa Efek Indonesia, sehingga diperoleh hasil penelitian yang lebih baik. Selain itu memperluas pengamatan dan mempertimbangkan kondisi ekonomi pada saat pengamatan dan pengamatan secara *record intraday* dengan mengamati per-detik pada hari pengumuman.

Penelitian ini hanya melihat informasi pengumuman dividen perusahaan yang terdaftar

di BEI saja. Sesuai dengan perkembangan teknologi, kemungkinan ada informasi lain yang lebih jika dibanding dengan informasi pengumuman dividen dari berbagai sumber yang banyak di pasar. Untuk itu, diharapkan penelitian berikutnya lebih mempertimbangkan informasi yang lebih krusial dapat menimbulkan reaksi para investor.

Penelitian selanjutnya juga dapat melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dengan menguji reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi, perubahan iklim politik, ekonomi dan keamanan suatu negara. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan memunculkan ide-ide baru dengan meliputi:

- (a) Menambah sampel penelitian jenis industri lain dan memperpanjang periode penelitian,
- (b) Mempertimbangkan *confounding effect* yang mengikuti pengumuman laba perusahaan,
- (c) Menemukan aspek lain yang juga mempengaruhi investor dalam merespon tindakan perataan laba yang dilakukan perusahaan, seperti mekanisme *corporate governance*.

DAFTAR PUSTAKA

- Apriani, Lisia (2005). Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Kenaikan Dan Penurunan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Utilitas Publik, Dan Perusahaan Dalam Industri Tidak Diregulasi). *SNA Solo*.
- Basyori, Kurnia. 2008. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Pengumuman Dividen. Skripsi-Pustaka UII. Yogyakarta
- Fama. Eugene F (1991) *journal of Finance*, Desember. Vol XLVI No. 5, h-1575-1617
- Globaljust.org (2009), *Anarki Kapitalisme Amerika Serikat dan Anarki Pasar Politik Indonesia* pada Tahun 2008-2009.
- Gumati dan Utami (2002), Bentuk pasar efisien dan pengujiannya, vol. 4 No.1, Mei. Hal 54-65
- Gunawan, Barbara. 2004. Analisis efisiensi pasar modal “ semistrong form tests” dengan adanya pengumuman “ right issue” di bursa efek jakarta. *Jurnal akuntansi dan investasi*. Vol. 5 No. 2.
- Jones. Charles P. (1996), *Invesment, Analysis and Management*, 5th ed. John Wiley & Sons, New York
- Jogiyanto Hartono (2010), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 6th ed. Andi, Yogyakarta
- Kartini, (2001), Analisis reaksi Pemegang Saham terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta, *Siasat Bisnis* No. 6 Vol. 2, UII, Yogyakarta.
- Lawrence Fischer, Michael Jensen, dan Richard Moll (1969). “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *Internation Economic Review*, Februari . Vol. 10 No. 1, h. 1-21
- Setiawan dan Hartono. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan. Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6 No.2. Hal 131-144.
- Sujoko. 1999. Analisis Kandungan Informasi dan Ketepatan Reaksi Pasar; Pengujian terhadap Dividen Signaling Theory Studi Empiris di BEJ. *Tesis S2. Universitas Gadjah Mada*.
- Sularso. 2003. Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah *ex – Dividend Date* Di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5 No.1. Hal 1 – 7

Tjandra, Ronowati. 2006. Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat Secara Informasi Terhadap Pengumuman Inisiasi Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000-2003). *Jurnal Akuntansi dan Investasi. Vol.7 No.2*

Winarno, Agung. 2006. Hubungan Dividen Meningkat Dengan Reaksi Pasar Modal Pada *Perusahaan Manu Faktur Yang Go Public* Di Bej (Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat secara Keputusan). *Jurnal Ekonomi dan Manajemen. Vol.7, No.1.*