

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR BENTUK SETENGAH KUAT SECARA KEPUTUSAN AKIBAT PENGUMUMAN DIVIDEN MENINGKAT DI BURSA EFEK JAKARTA

Oleh
GITA DANUPRANATA*
NUR AFIANINGSIH**

ABSTRAK

A. LATAR BELAKANG

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi kepada investor yang tertarik kepada perusahaan tersebut. Untuk menarik penjual dan pembeli berpartisipasi, pasar modal harus bersikap *liquid* dan efisien. Suatu pasar modal bisa dikatakan *liquid* jika pembeli dapat membeli dan penjual dapat menjual surat berharga dengan cepat secara formal. Pasar modal yang efisien diartikan sebagai pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat bereaksi dan secara penuh mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut.

Bagi investor pasar modal merupakan alternatif investasi yang memberikan return yang optimal. Untuk itu seorang investor membutuhkan informasi yang dijadikan pertimbangan dalam mengambil keputusan. Informasi mengenai perkembangan harga saham dan volume perdagangan maupun informasi lain menjadi pedoman dalam mengambil keputusan. Ketersediaan informasi yang lengkap menyebabkan investor akan mudah menentukan keputusan. Banyak informasi yang diberikan oleh perusahaan, baik laporan keuangan maupun pengumuman lain seperti pengumuman dividen, *right issue*, *stock split*, maupun informasi lainnya.

Umumnya perusahaan emiten menggunakan pembayaran dividen sebagai sinyal kepada pelaku pasar. Dengan meningkatkan nilai dividen yang dibayar, perusahaan emiten mencoba memberi sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa depan.

Sebagai pelaku pasar yang cangguh tidak akan mudah di bodohi (*fooled*) oleh emiten. Pelaku pasar yang cangguh akan menganalisa sinyal peningkatan nilai dividen lebih lanjut untuk menentukan apakah benar sinyal tersebut merupakan sinyal yang valid dan dapat dipercaya sebelum mengambil keputusan. Dengan demikian apabila investor dalam mengolah informasi dan mengambil keputusan sudah tepat dan benar maka pasar sudah bisa dikatakan efisien bentuk setengah kuat secara keputusan.

Tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi masa sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut ini (Jogiyanto, 2000:353)

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

* Dosen tetap Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

** Mahasiswi Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Hubungan ketiga pasar efisien ini berupa tingkatan kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang di distribusikan.

Penelitian mengenai dividen selama ini lebih banyak mengenai kandungan informasi, tetapi tidak membahas kecanggihan pasar. Analisis efisiensi pasar modal tetap masih relevan untuk dilakukan pada saat ini dan di masa yang akan datang. Bagi kalangan akademis, analisis pasar modal sangat penting untuk membuktikan hipotesis yang teorinya selama ini telah dipelajari.

B. BATASAN MASALAH

Perusahaan-perusahaan yang mengumumkan dividen di BEJ tahun 2002. Sampel dibebaskan dari efek pengganggu seperti *stock dividen*, *stock split*, *right issue*, *merger and acquisition*, *financial statement* dan berita-berita yang terkait di *Business News*.

C. RUMUSAN MASALAH

1. Apakah kandungan informasi dividen di BEJ bernilai ekonomis ?
2. Bagaimana kecepatan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat ?
3. Bagaimana kecanggihan investor dalam mengolah informasi ?
4. Apakah Bursa Efek Jakarta sudah efisien setengah kuat secara keputusan ?

D. TUJUAN PENELITIAN

1. Memberikan bukti empiris mengenai kandungan informasi dividen.
2. Menguji mengenai kecepatan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat.
3. Memberikan bukti empiris mengenai kecanggihan investor dalam mengolah informasi.
4. Menguji apakah Bursa Efek Jakarta sudah efisien setengah kuat secara keputusan atau belum.

TINJAUAN PUSTAKA

A. LANDASAN TEORI

1. Efisiensi Pasar

Suatu pasar yang efisien merupakan cita-cita dari para pelaku pasar modal di Indonesia, karena proses penyesuaian harga sekuritas benar-benar ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Informasi yang diberikan oleh perusahaan akan diserap oleh pelaku pasar modal dengan cepat. Secara khusus efisiensi pasar dapat didefinisikan sebagai berikut (Jogiyanto, 2000:352)

- a. Efisiensi pasar berdasarkan nilai intrinsik sekuritas.
Efisiensi pasar diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya, dikatakan efisien apabila nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai intrinsiknya.
- b. Efisiensi pasar berdasarkan akurasi dan ekspektasi harga.

- Pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia.
- c. Efisiensi pasar berdasarkan distribusi informasi.
Pasar dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas yang diamati oleh setiap orang yang mendapat informasi sama.
 - d. Efisiensi pasar berdasarkan proses dinamik.
Suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva, dalam hal ini distribusi informasi sangat penting sehingga pelaku pasar mendapat informasi yang sama.

Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut:

- a. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor untuk menentukan *demand* dan *supply*.
- b. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan lainnya. Informasi ini mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
- c. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi masa sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut ini (Jogiyanto, 2000:353):

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) yaitu pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.
- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) yaitu pasar yang harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang di publikasikan.
- c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) yaitu pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi termasuk informasi privat, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang mendapat keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

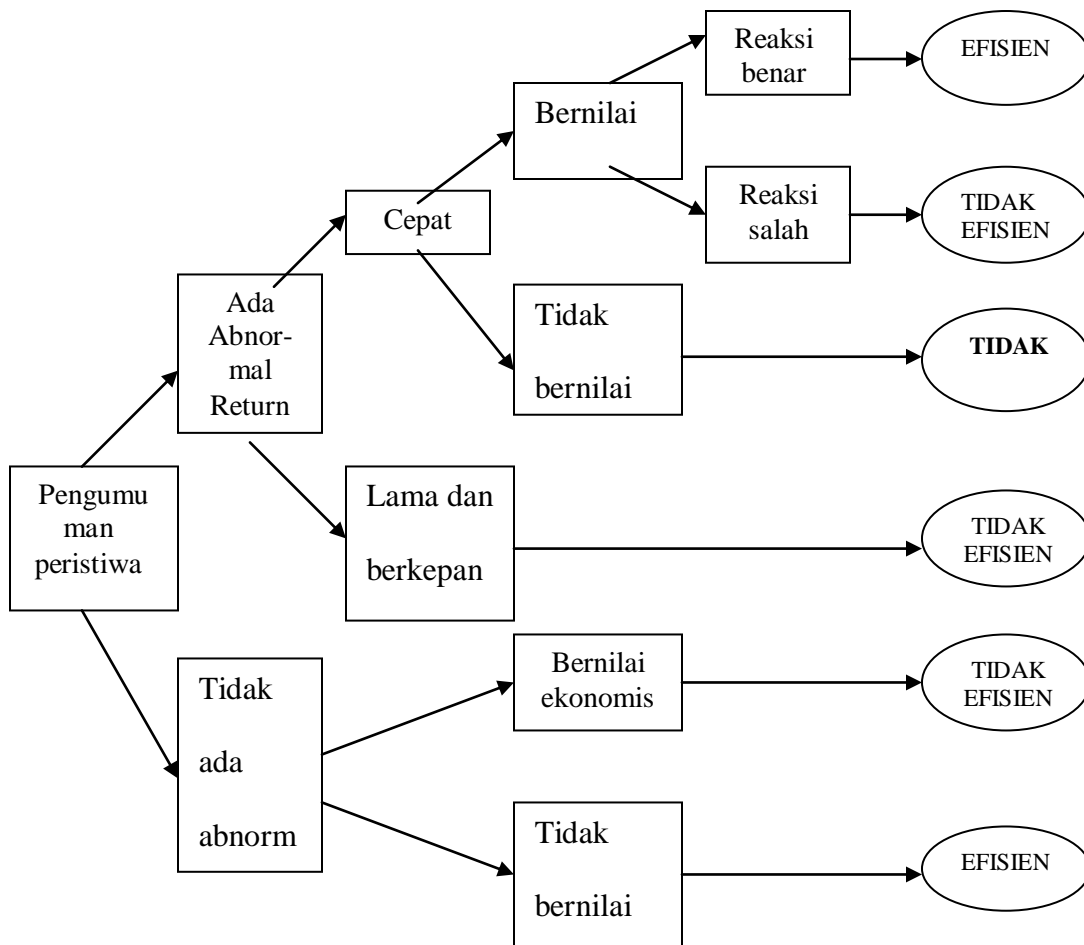
Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah, jika informasi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaannya informasi, maka efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) mempertimbangkan dua buah faktor, yaitu

ketersediannya informasi dan kecanggihan pelaku pasar. Karena melibatkan lebih banyak faktor dalam menentukan pasar yang efisien, suatu pasar yang efisien secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang lebih tinggi dibanding efisiensi pasar setengah kuat secara informasi. Dengan demikian efisiensi pasar secara keputusan dapat ditambahkan di pembagian efisiensi pasar menurut Fama.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang di publikasikan dan kecanggihan pelaku pasar.

	Pengujian Kandungan informasi	Pengujian Efisiensi secara informasi		Pengujian Efisiensi pasar secara keputusan	
Peristiwa	Reaksi Pasar	Kecepatan Reaksi	Nilai Ekonomis	Ketepatan Reaksi	Efisiensi Pasar secara keputusan



Sumber: Jogiyanto, 2000.

Gambar **Efisiensi pasar secara informasi dan secara keputusan**

Gambar di atas menunjukkan untuk pengujian efisiensi pasar secara keputusan akan melibatkan empat buah faktor yaitu: (1) *abnormal return*, (2) kecepatan reaksi, (3) nilai ekonomis dan (4) ketepatan reaksi.

Untuk menentukan apakah pasar sudah efisien bentuk setengah kuat secara keputusan atau belum, harus dilakukan beberapa pengujian. Berikut ini adalah beberapa pengertian yang berhubungan dengan rumusan masalah pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan..

a. *Return* tidak normal (*abnormal return*)

Return tidak normal merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (Jogiyanto, 2000:415). Pengujian *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *return* tidak normal seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Rata-rata *return* tidak normal (*average abnormal return*) untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika.

b. Pengumuman dividen meningkat.

Dividen adalah bagian keuntungan yang dibagikan kepada investor atau pemilik perusahaan. Perusahaan yang membayarkan dividen meningkat dibanding tahun lalu mempunyai arti perusahaan berusaha memberikan sinyal yang baik mengenai prospek perusahaan dimasa depan. Hanya perusahaan yang berkualitas yang mampu menanggungnya. Apabila sinyal kenaikan diberikan perusahaan yang berkualitas, maka investor akan bereaksi positif, karena sinyal tersebut valid. Sinyal yang valid merupakan informasi yang bernilai ekonomis.

Teori dividen yang relevan dengan penelitian ini adalah *signaling theory* (teori sinyal). Menurut *signaling theory*, terdapat informasi yang tidak simetri (*information asymmetric*) antara manajer dan investor. Manajer mengetahui prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor tidak. Manajer dapat menggunakan dividen , yang merupakan sinyal yang baik untuk mengurangi kesenjangan informasi.

Teori mengenai dividen sebagai sinyal dikembangkan oleh Miller dan Rock menyatakan pengumuman dividen mengandung informasi mengenai laba saat ini dan masa depan. Apabila pengumuman dividen tersebut meningkat berarti memiliki keyakinan bahwa laba akan mengalami peningkatan.

c. Kandungan informasi dividen meningkat.

Informasi tentang pengumuman dividen meningkat dikatakan bernilai ekonomis apabila terdapat reaksi pasar yang signifikan dengan nilai positif terhadap pengumuman dividen meningkat

d. Kecepatan reaksi pasar.

Kecepatan reaksi pasar adalah bagaimana pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat, apakah pasar bereaksi secara cepat sehingga pasar segera menuju kepada harga keseimbangan baru.

e. Ketepatan reaksi pasar.

Ketepatan reaksi pasar adalah bagaimana menganalisa informasi yang berasal dari pengumuman dividen meningkat sehingga dapat bertindak dengan tepat.

Investor sebaiknya mempertimbangkan terlebih dahulu prospek perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen meningkat. Apakah perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik atau tidak, jika perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat tersebut merupakan perusahaan yang mempunyai prospek yang baik atau perusahaan yang bertumbuh, maka investor sebaiknya memberikan reaksi positif.

Pengujian ketepatan reaksi pasar dibagi menjadi dua, yaitu: pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan perusahaan yang tumbuh dan pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan perusahaan yang tidak bertumbuh. Pengklasifikasian perusahaan bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh menggunakan proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan menggunakan proksi $MVE/BVE = (\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}) : (\text{total ekuitas})$. Perusahaan diklasifikasikan bertumbuh apabila nilai MVE/BVE (*market to book value of equity*) lebih besar dari 1.

B. HASIL PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen menghasilkan bukti yang tidak konsisten. Gonendes (1978) melakukan pengujian terhadap dividen, laba dan *extraordinary item*, yang berasal dari 258 perusahaan, selama periode April 1952 sampai dengan Maret 1972. Hasilnya menunjukkan pengumuman dividen tidak mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor. Petit (1972) meneliti sampel yang terdiri dari 625 perusahaan yang berasal dari periode Januari 1964 sampai Juni 1968. Temuan Petit (1972) menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan, terutama pada bulan pengumuman dividen. Jadi, Petit (1972) menyatakan dividen mempunyai kandungan informasi yang substansial bagi investor.

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen di Indonesia menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Amsari (1993) melakukan pengujian terhadap 47 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen selama tahun 1990-1992 di Bursa Efek Jakarta hasilnya menunjukkan *abnormal return* pada periode jendela secara statistik, tidak berbeda dengan nol. Dengan kata lain pengumuman dividen di Indonesia tidak mempunyai kandungan informasi yang berarti bagi investor.

Suparmono (2000) menguji pengumuman dividen yang terjadi selama periode 1991-1998. Sampel penelitian terdiri dari 182 perusahaan yang mengumumkan pengumuman dividen meningkat dan 158 perusahaan yang mengumumkan pengumuman pembayaran dividen menurun. Temuannya menunjukkan ada reaksi pasar yang signifikan pada $t-5$ dan t_0 untuk dividen menurun.

Sujoko (1999) melakukan penelitian terhadap *dividen signalling theory* di BEJ, selama periode 1994 - 1996 dengan menggunakan nilai pasar aset dibagi nilai buku sebagai proksi perusahaan yang berprospek atau tidak. Sujoko (1999) membedakan 96 perusahaan yang bertumbuh dan mengumumkan kenaikan dividen dan 54 perusahaan tidak bertumbuh tetapi mengumumkan kenaikan dividen. Hasil dari penelitian menunjukkan investor merespon positif kedua subsampel : pengumuman dividen meningkat yang diumumkan perusahaan bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh. Berarti investor di Indonesia tidak memperhitungkan apakah perusahaan yang mengumumkan dividen adalah perusahaan bertumbuh atau tidak. Atau dengan kata lain, investor di Indonesia masih belum pintar (*unsophisticated investor*), sehingga Bursa Efek Jakarta belum efisien setengah kuat secara keputusan. (Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat, 133, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 2004)

C. HIPOTESIS

Berdasarkan landasan teori di atas maka dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

1. H_{a1} : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat. Informasi tentang pengumuman dividen meningkat dikatakan bernilai ekonomis apabila terdapat reaksi pasar yang signifikan dengan nilai positif terhadap pengumuman dividen meningkat.
2. H_{a2} : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh.
3. H_{a3} : Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

Reaksi pasar dapat dikatakan tepat apabila pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang bertumbuh dan pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

METODE PENELITIAN

A. OBYEK PENELITIAN

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang telah dibebaskan dari efek pengganggu seperti *stock dividen*, *stock split*, *right issue*, *merger and acquisition*, dan *financial statment* yang tercatat di Bursa Efek Jakarta menurut Indonesian *Capital Market Directory 2003* mulai tanggal 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2002.

B. TEKNIK PENGAMBILAN SAMPEL

Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling*. Beberapa kriteria yang telah ditetapkan untuk memperoleh sampel adalah:

1. Sampel telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002 atau sebelumnya.
2. Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan pada tahun 2002.
3. Sampel adalah perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat pada tahun 2002.
4. Sampel dibedakan lagi menjadi 2 yaitu perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang di klasifikasikan sebagai perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak bertumbuh.

C. JENIS DATA

Data yang digunakan adalah data sekunder. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan tahunan dari perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta khususnya dari *Indonesian Capital Market Directory 2003*. Data perusahaan yang mengumumkan dividen diperoleh dari pojok BEJ Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.

D. TEKNIK PENGUMPULAN DATA

Teknik pengumpulan data dengan menentukan jumlah perusahaan yang telah mengumumkan dividen pada tahun 2002, kemudian menentukan jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan di atas. Dari 119 perusahaan yang mengumumkan dividen di BEJ pada tahun 2002 hanya terdapat 39 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat, dan dari 39 perusahaan tersebut 19 perusahaan di klasifikasikan sebagai perusahaan bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat dan 20 perusahaan di klasifikasikan sebagai perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat yang dapat dijadikan sebagai sampel penelitian.

E. DEVINISI OPERASIONAL DAN ALAT UKUR VARIABEL PENELITIAN

1. Devinisi oprasional variabel penelitian.

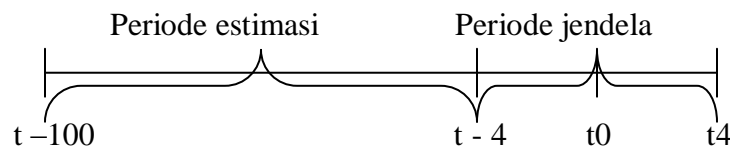
- a) Efisiensi pasar adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat bereaksi dan mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia.
- b) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat adalah pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan.
- c) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan adalah pasar efisien bentuk setengah kuat yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia.
- d) Pengumuman dividen meningkat adalah pengumuman pembagian peningkatan keuntungan perusahaan kepada investor atau pemilik perusahaan.
- e) Tanggal pengumuman adalah tanggal perusahaan mengumumkan dividen meningkat.
- f) Perusahaan bertumbuh adalah perusahaan yang berprospek, artinya adalah perusahaan yang mampu menanggung *signaling cost* (kenaikan dividen merupakan sinyal dari manajemen mengenai keyakinan mreka bahwa laba akan mengalami peningkatan secara permanen dimasa depan, dan pemberian

sinyal ini membutuhkan *cost* dan hanya perusahaan yang berprospek saja yang mampu menanggungnya).

- g) Perusahaan tidak bertumbuh adalah perusahaan yang tidak berprospek yang melakukan pengumuman dividen meningkat.
- h) *Return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi. (Jogiyanto, 2000 : 107)
- i) *Return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor) (Jogiyanto, 2000 : 416).

2. Alat ukur variabel penelitian.

Penelitian ini termasuk *event study* (studi peristiwa), dengan periode estimasi selama 100 hari dengan periode peristiwa pengumuman 9 hari yaitu 4 hari sebelum hari peristiwa pengumuman, 1 hari peristiwa pengumuman dan 4 hari setelah hari peristiwa pengumuman dividen meningkat, seperti pada gambar 3.1 berikut ini:



Sumber : Jogiyanto, 2000

Periode waktu penelitian (periode estimasi dan periode jendela)

Alat ukur dalam penelitian ini adalah metode studi peristiwa (*event study*) yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. (Jogiyanto, 2000 : 392) Langkah-langkah dalam pengujian *event study* yaitu:

- a) Menghitung *return* realisasi dengan rumus:

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

Keterangan:

- Rit = *Return* sesungguhnya pada saham i periode t
- Pt = Harga penutupan saham i pada periode t
- Pt-1 = harga penutupan saham i pada saat t-1

- b) Menghitung *return* ekspektasi

Ada tiga cara penghitungan terhadap *return* ekspektasi, yaitu dengan menggunakan model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*), model

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=t-1}^{t+2} R_{i,j}}{T}$$

pasar (*market model*), dan model disesuaikan pasar (*market adjusted model*) (Jogiyanto, 2000 : 415). Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*) yaitu:

Dimana:

- E(Rit) = *return* ekspektasi sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t
- Rij = *return* realisasi sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j
- T = lamanya periode estimasi

c) Mengitung *abnormal return*

Dengan rumus:

$$RTN_{it} = Rit - E(Rit)$$

Dimana:

- RTN_{it} = *Abnormal return* sekuritas I periode t
- R_{i,t} = *Return* yang sesungguhnya terjadi pada sekuritas i periode t
- E(R_{i,t}) = *Return* yang diharapkan pada sekuritas i periode t

d) Menghitung *return* rata-rata tidak normal (*Average Abnormal Return*)

Dengan rumus:

$$RRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^k RTNi,t}{K}$$

Dimana:

- RRTN = Rata-rata *return* tidak normal pada hari ke-t
- RTN_{i,t} = *Return* tidak normal untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t
- K = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

ANALISIS DATA

A. ALAT ANALISIS DATA (UJI HIPOTESIS)

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji t (*one sample t-test*). Uji t digunakan untuk menguji reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat baik pada perusahaan yang bertumbuh maupun pada perusahaan yang tidak bertumbuh. Rumusan hipotesisnya adalah sebagai berikut:

- Ha1 : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat.
- Ho1 : Pasar tidak bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat
- Ha2 : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh.
- Ho2 : Pasar tidak bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh.
- Ha3 : Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

Ho3 : Pasar tidak bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan nilai t hitung dengan t tabel sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 5\%$). Atau dengan membandingkan hasil nilai signifikansi dengan nilai taraf signifikansi yang disyaratkan ($\alpha = 5\%$). Jika t hitung lebih kecil dari nilai t tabel maka keputusannya adalah menolak Ho. Sedangkan jika t hitung lebih besar dari t tabel maka keputusannya menerima Ho.

B. HASIL PENELITIAN

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program SPSS versi 11 diketahui nilai t hitung untuk pengujian kandungan informasi terhadap pengumuman dividen meningkat, pengujian kecepatan reaksi pasar dan pengujian ketepatan reaksi pasar adalah sebagai berikut:

1. Pengujian kandungan informasi pengumuman dividen meningkat.

Pengujian kandungan informasi terhadap pengumuman dividen meningkat terdapat pada tabel

Periode	AAR	t hitung	Sig	Kesimpulan	Keputusan
-4	-0,08129	-1,446	0,156	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-3	-0,02250	-0,607	0,548	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-2	0,00242	0,656	0,516	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-1	0,00333	0,724	0,473	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
0	-0,01177	-3,184	0,003	Signifikan	Ada reaksi
1	0,01407	0,911	0,368	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
2	-0,00389	-0,848	0,402	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
3	-0,00602	-1,148	0,258	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
4	0,00622	0,465	0,644	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi

Sumber : Data diolah

Dari tabel dapat dilihat selama 4 hari sebelum dan 4 hari setelah saat pengumuman dividen meningkat pasar tidak bereaksi signifikan. Reaksi yang signifikan negatif hanya terjadi pada saat pengumuman dividen meningkat, reaksi pasar ini menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar $-1,177\%$ dengan nilai t-hitung $-3,184$. Nilai t-hitung ini signifikan pada 5% . Berdasarkan penelitian ini ada reaksi pasar yang signifikan negatif pada hari pengumuman dividen meningkat, maka hipotesis alternatif pertama ditolak atau menerima Ho. Jadi, kandungan informasi dividen di Bursa Efek Jakarta tidak bernilai ekonomis.

Pasar menganggap pengumuman dividen meningkat bukan merupakan sinyal keyakinan manajemen bahwa kinerja perusahaan akan meningkat dimasa depan, sehingga pasar bereaksi negatip terhadap pengumuman dividen meningkat, terutama pada hari pengumuman.

2. Pengujian kecepatan reaksi pasar.

Pengujian kecepatan reaksi pasar bertujuan untuk melihat bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat, apakah pasar akan bereaksi secara cepat sehingga pasar segera menuju pada harga keseimbangan baru. Atau pasar akan bereaksi secara lambat dan berkepanjangan sehingga pelaku pasar masih dapat menikmati keuntungan dari informasi yang telah dipublikasikan dalam jangka waktu yang cukup lama. Hasil pengujian pada tabel menunjukkan selama 9 hari pengumuman dividen meningkat di Indonesia pasar bereaksi secara signifikan negatip pada saat hari pengumuman dividen meningkat saja. Sedangkan pada 4 hari sebelum dan 4 hari sesudah pengumuman dividen meningkat pasar tidak bereaksi secara signifikan. Hal ini berarti pasar bereaksi secara cepat, para investor segera memproses informasi pengumuman dividen meningkat tersebut dan menggunakannya untuk memperoleh *abnormal return* pada hari pengumuman dividen meningkat. Tindakan investor ini mengakibatkan pasar segera menuju pada harga keseimbangan baru. Investor tidak dapat menggunakan informasi yang berasal dari pengumuman dividen meningkat guna memperoleh keuntungan untuk jangka waktu yang panjang. Hal ini dapat dilihat dari nilai rata-rata *abnormal return* yang secara statistik tidak signifikan setelah saat pengumuman dividen meningkat. Selain itu, informasi mengenai pengumuman dividen meningkat juga tidak mengalami kebocoran, yang dibuktikan dengan tidak adanya reaksi pasar yang signifikan pada 4 hari sebelum pengumuman. Jadi berdasarkan penelitian ini pasar modal di Indonesia bereaksi secara cepat untuk menyerap informasi berupa pengumuman dividen meningkat dan segera memanfaatkannya.

3. Pengujian ketepatan reaksi pasar.

Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan mencakup pengujian kandungan informasi, kecepatan reaksi dan ketepatan reaksi pasar. Pengujian ketepatan reaksi pasar dibagi menjadi dua, yaitu: Pengujian pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh dan pengujian pengumuman dividen meningkat oleh perusahaan yang tidak bertumbuh. Berikut ini akan disajikan hasil pengujian terhadap pembayaran dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

t hitung untuk perusahaan bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat

Periode	AAR	t Hitung	Sig	Kesimpulan	Keputusan
-4	0,000286	0,061	0,952	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-3	0,003818	1,101	0,286	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-2	0,003665	0,586	0,565	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-1	-0,00228	-0,371	0,715	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
0	-0,01172	-2,048	0,055	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
1	-0,00441	-0,563	0,580	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
2	-0,00729	-0,942	0,359	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
3	-0,01200	-1,838	0,085	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
4	0,020759	0,778	0,447	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi

Sumber : Data diolah

Dari tabel dapat dilihat pada periode pengamatan selama 9 hari, pasar tidak bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh, Jadi pasar menganggap pengumuman dividen meningkat tidak memberikan sinyal yang penting bagi investor. Dari analisis diatas menunjukkan investor tidak bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh. Hal ini tidak sesuai harapan bahwa pasar akan merespon positif pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh. Hasil analisis mengenai ketepatan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan perusahaan bertumbuh menolak hipotesis alternatif yang menyatakan pasar bereaksi signifikan positif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan bertumbuh.

Berikutnya akan dibahas reaksi pasar terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

t hitung untuk perusahaan tidak bertumbuh yang mengumumkan dividen meningkat

Periode	AAR	t hitung	Sig	Kesimpulan	Keputusan
-4	-0,01612	-1,642	0,117	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-3	-0,00801	-1,280	0,216	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-2	0,001241	0,294	0,772	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
-1	0,008678	1,288	0,213	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
0	-0,01184	-2,420	0,026	Signifikan	Ada reaksi
1	0,031644	1,090	0,289	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
2	-0,04348	-1,491	0,152	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
3	-0,00035	-0,043	0,966	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi
4	-0,00758	-1,280	0,216	Tidak signifikan	Tidak ada reaksi

Sumber: Data diolah

Dari tabel dapat dilihat bahwa pasar bereaksi signifikan negatif pada saat hari pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh dengan menghasilkan rata-rata *abnormal return* negatif sebesar -1,184% signifikan pada 5%. Dengan demikian pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor. Pasar juga bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh, reaksi investor ini sudah tepat dan sudah canggih dalam menyikapi sinyal manajemen. Berarti investor menggunakan informasi pengumuman pembayaran dividen meningkat dengan memperhatikan kemampuan perusahaan tersebut untuk bertumbuh. Jadi hipotesis alternatif ketiga yang menyatakan pasar akan bereaksi signifikan negatif terhadap pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh diterima atau menolak H_0 ketiga. Dengan demikian pengumuman pembayaran dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi yang berguna dan bernilai ekonomis bagi investor. Investor telah menyikapi secara tepat pengumuman dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

C. PEMBAHASAN (ITERPRETASI)

Dari hasil analisis data, pasar bereaksi signifikan negatif pada saat hari pengumuman terhadap pengumuman pembayaran dividen meningkat yang berarti

kandungan informasi pengumuman dividen di BEJ tidak bernilai ekonomis, hasil pengujian pada tabel menunjukkan selama 9 hari pengumuman pembayaran dividen meningkat di Indonesia pasar bereaksi secara signifikan negatif hanya pada hari pengumuman dividen meningkat saja, hal ini berarti pasar bereaksi secara cepat, para investor segera memproses informasi pengumuman dividen meningkat tersebut dan menggunakannya untuk memperoleh abnormal *return* pada hari pengumuman dividen meningkat. Tindakan investor ini mengakibatkan pasar segera menuju pada harga keseimbangan baru. Investor tidak dapat menggunakan informasi yang berasal dari pengumuman dividen meningkat guna memperoleh keuntungan untuk jangka waktu yang panjang hal ini dapat dilihat dari nilai rata-rata *abnormal return* yang secara statistik tidak signifikan setelah saat pengumuman dividen meningkat, selain itu informasi mengenai pengumuman dividen meningkat juga tidak mengalami kebocoran yang dibuktikan dengan tidak adanya reaksi pasar yang signifikan pada 4 hari sebelum pengumuman. Hasil penelitian ini berbeda dengan Sujoko (1999) dan Suparmono (2000) yang menunjukkan terdapat kebocoran informasi dan reaksi yang berkepanjangan, sehingga pasar bereaksi signifikan pada hari sebelum dan sesudah pengumuman dividen diungkap kepada publik.

Pasar tidak bereaksi signifikan terhadap pengumuman pembayaran dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang bertumbuh jadi pasar menganggap bahwa pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang bertumbuh tidak memberikan sinyal yang penting bagi investor. Sementara reaksi pasar terhadap pengumuman pembayaran dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh menunjukkan pasar bereaksi signifikan negatif yang berarti pengumuman pembayaran dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Berdasarkan kedua pengujian terhadap ketepatan reaksi pasar menunjukan investor tidak bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman pembayaran dividen meningkat yang diberikan oleh perusahaan yang bertumbuh, berarti investor tidak menganggap pengumuman dividen meningkat oleh perusahaan yang bertumbuh sebagai informasi yang bernilai ekonomis tetapi investor menyikapi secara tepat pengumuman pembayaran dividen meningkat oleh perusahaan yang tidak bertumbuh, pasar bereaksi signifikan negatif terhadap pengumuman pembayaran dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh. Jadi berdasarkan penelitian ini, investor masih kurang canggih dalam mengolah informasi pengumuman dividen meningkat, jadi BURSA EFEK JAKARTA periode tahun 2002 belum efisien setengah kuat secara keputusan.

SIMPULAN

Berdasarkan analisis dan pengujian dari data dalam penelitian yang berjudul: **“Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan Akibat Pengumuman Dividen Meningkat Di Bursa Efek Jakarta Tahun 2002”** maka dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

Hasil analisis dengan menggunakan uji t (*one sample t-test*) menunjukan bahwa kandungan informasi dividen di Bursa Efek Jakarta tidak bernilai ekonomis.

Hal ini ditunjukkan dengan adanya reaksi signifikan negatif pada saat hari pengumuman dividen meningkat.

Pasar sudah bereaksi secara cepat terhadap pengumuman dividen meningkat, yang ditunjukkan dengan nilai *t* hitung yang signifikan pada saat hari pengumuman dividen meningkat. Tidak terdapat kebocoran informasi yang ditunjukkan dengan tidak adanya reaksi pasar yang signifikan pada 4 hari sebelum hari pengumuman dividen meningkat dan investor juga tidak dapat menggunakan informasi yang berasal dari pengumuman dividen meningkat untuk memperoleh keuntungan untuk jangka waktu yang panjang yang dapat ditunjukkan dengan nilai rata-rata *abnormal return* tidak ada yang signifikan setelah saat pengumuman dividen meningkat.

Investor kurang canggih dalam mengolah informasi pengumuman dividen meningkat, yang ditunjukkan dengan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang bertumbuh tapi pasar bereaksi signifikan negatif pada saat hari pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan yang tidak bertumbuh.

Bursa Efek Jakarta belum efisien setengah kuat secara keputusan yang ditunjukkan dengan kandungan informasi dividen di BEJ yang tidak bernilai ekonomis, dan investor kurang canggih dalam mengolah informasi pengumuman dividen meningkat.

SARAN

Peneliti berikutnya dapat menggunakan alternatif perhitungan *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai proksi pertumbuhan. Alternatif IOS tersebut antara lain $MVA/BVA = (\text{total aktiva} - \text{total ekuitas} + (\text{saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})) : \text{total aktiva}$.

Penelitian selanjutnya dapat melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan dengan cara menguji reaksi pasar terhadap merger dan akuisisi.

penelitian ini menggunakan *mean adjusted model*, untuk penelitian selanjutnya disarankan menggunakan *market adjusted model* atau *market model*.

Penelitian ini hanya mengambil peristiwa pengumuman dividen meningkat selama periode Januari–Desember 2002. Bagi penulis selanjutnya disarankan untuk menambah periode penelitian.

Investor sebaiknya mempertimbangkan terlebih dahulu prospek perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen meningkat. Jika perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat tersebut mempunyai prospek yang bagus atau perusahaan yang bertumbuh, maka investor sebaiknya memberikan reaksi positif.

DAFTAR PUSTAKA

- Dody Setiawan, 2003, "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan : Analisis Pengumuman Dividen Meningkat", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 6, Mei, Hal 131.

Indonesian Capital Market Directory, 2001, BEJ, Jakarta.

Jogiyanto, 1998, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi 1, BPFE, Yogyakarta.

Mohammad Yamin, *Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Akibat Pengumuman Dividen di Bursa Efek Jakarta Pada Tahun 2001*, Skripsi, 2003.

Mukhlisah, *Analisis Pengaruh PDB, Kurs, Suku Bunga SBI dan tingkat Inflasi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufactur di BEJ*, Skripsi, 2004.

Suad Husanan, 1994, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi Sekuritas*, Edisi 2, AMP YKPN, Yogyakarta.