

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR DI BURSA EFEK INDONESIA

I Gusti Ngurah Agung Putra Dwipayana¹
I Gusti Bagus Wiksuana²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: putrad.bt@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui efisiensi pasar di Bursa Efek Indonesia. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015. Data yang digunakan adalah *abnormal return* perusahaan yang melakukan pembagian dividen pada periode tahun 2015. Terdapat 58 perusahaan yang diteliti dengan 67 jumlah peristiwa. Metode yang digunakan untuk penentuan sampel adalah metode *Purposive Sampling* dan metode pengukuran menggunakan *market adjusted model*. Analisis data yang digunakan adalah *One-Sample Test* untuk mengukur signifikansi data. Hasil penelitian ini menunjukkan Bursa Efek Indonesia efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Pengumuman dividen mempengaruhi harga-harga dengan terdapatnya *abnormal return* namun tidak signifikan dan tidak berkepanjangan sehingga harga di pasar mencapai titik keseimbangan harga yang baru.

Kata kunci: *efficient market hypothesis, semi strong, event study, dividen, abnormal return*

ABSTRACT

This study aims to determine the efficiency of the market in the Indonesia Stock Exchange. The population used in this study are all companies belonging to the Kompas-100 Index are listed on the Indonesia Stock Exchange in the period of 2015. The data used is the abnormal return of companies which distribute dividend for the period 2015. There are 58 companies examined by 67 the number of event. The method used for determining the sample is purposive sampling method and the measurement method using the market adjusted model. Analysis of the data used is the One-Sample Test to measure the significance of the data. The results of this study indicate the Indonesia Stock Exchange efficient form of half strong information. Dividend announcements affect prices with the presence of abnormal return but not significant and no prolonged that the market price reaches a new equilibrium price point.

Keywords: *efficient market hypothesis, semi strong, event study, dividen, abnormal return*

PENDAHULUAN

Pengertian pasar modal efisien yang diterima secara luas adalah pasar modal jika terdapat sebuah informasi baru baik dari pemerintah sebuah negara dan emiten atau perusahaan yang bersangkutan, maka informasi tersebut akan tersebar secara luas, cepat dan mudah dan didapatkan secara murah oleh pelaku pasar atau investor. Menurut Fama (1970) (dalam Tandelilin, 2010:223), mengklasifikasi bentuk pasar efisien ke dalam tiga kategori: (1) efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*), (2) efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*), dan (3) efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*). Penelitian ini berfokus pada pengujian efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*) karena pada pasar ini, *return* tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman dari suatu peristiwa yang di respon oleh pelaku pasar atau investor. *Return* tak normal yang berkepanjangan (lebih dari tiga *spot* waktu) mencerminkan sebagian respon dari para pelaku pasar atau investor terlambat dalam menyerap atau menginterpretasikan sebuah informasi yang terdapat, dan dengan demikian dianggap pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat.

Tahun 1991, Fama (dalam Tandelilin, 2010:224) mengemukakan penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi pasar, efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa (*event study*) menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari sebuah pengumuman yang beredar. Hipotesis pasar efisien memprediksikan bahwa pasar akan memberikan respon pasar positif untuk berita baik, dan respon negatif untuk berita

buruk. Respon pasar tersebut tercermin dari return tak normal positif (berita baik) dan return tak normal negatif (berita buruk) (Tandelilin, 2010:565).

Return tak normal (*abnormal return*) merupakan selisih antara *return* aktual (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006:275). Selisih dari *actual return* dan *expected return* dapat berupa selisih positif dan negatif. *Return* tak normal positif bahwa *return* yang sesungguhnya lebih besar dari *return* yang diharapkan oleh pelaku pasar atau investor dan sebaliknya jika *return* tak normal negatif berarti *return* yang sesungguhnya lebih kecil dari *return* yang diharapkan oleh pelaku pasar atau investor. *Return* tak normal positif terjadi dan akan dikehandaki oleh pelaku pasar atau investor untuk melakukan transaksi di sekitar periode pengumuman dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di atas normal. *Return* tak normal negatif terjadi maka pelaku pasar atau investor akan menarik dananya dan menunggu waktu yang tepat untuk berinvestasi kembali. Tanggapan yang berbeda-beda dari pelaku pasar atau investor dari sebuah informasi maka perlu untuk melakukan analisis lebih lanjut apakah sebuah pengumuman yang telah dipublikasikan oleh emiten tersebut memiliki kandungan informasi dan dapat menghasilkan *abnormal return* yang positif disekitar tanggal pengumuman. *Abnormal return* dalam penelitian di ambil dari pengumuman pembagian dividen yang dilakukan oleh emiten atau perusahaan.

Informasi–informasi tersebut terdapat pada Bursa Efek Indonesia (BEI) atau *Indonesian Stock Exchange* (IDX) yang didalamnya terdapat indeks saham atau

stock indexes (STODEx) merupakan harga atau nilai dari sekelompok saham yang dikumpulkan berdasarkan kategori tertentu. Indeks ini merupakan indikator pergerakan harga dari seluruh saham yang diwakilinya. Bursa Efek Indonesia terdapat beberapa indeks saham yang mewakili pergerakan harga saham di BEI salah satu Indeks Kompas-100 yang mewakili hingga 70% - 80% kapitalisasi.

Penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda-beda terhadap pengujian efisiensi pasar. Penelitian yang dilakukan Šonje *et al* (2011), Young dan Frank (2012), Joarder *et al* (2014), dan Woodard dan Bacon (2015), menunjukkan pasar tidak efisien. Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Hidayat (2009), Mirdah dan Solikhin (2009), Matiningsih dan Salamah (2012), Dewi (2014), Khoiruddin dan Falzati (2014), dan Yulia (2015) menunjukkan menunjukkan pasar tidak efisien.

Penelitian yang dilakukan oleh Jayaraman dan Ramaratman (2011), Blandon dan Blasco (2012), Sheikhabahaei *et al* (2012), Young dan Bacon (2012), Kumar dan Pandey (2013), Menike dan Man (2013), Novianti (2013), Duarte *et al* (2014) Gümüş dan Zeren (2014), dan Ranganathan dan Anantahkumar (2014) menunjukkan pasar efisien. Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Kurnianingsih (2011), Putra (2013), Hidayati (2014), Pratama (2014), dan Nurmala dan Salmah (2015) menunjukkan pasar efisien. Berdasarkan uraian latar belakang serta hasil dari penelitian yang dilakukan sebelumnya bervariasi, menarik untuk dilakukan penelitian serupa.

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya, maka rumusan masalah sebagai berikut bagaimanakah bentuk efisiensi pasar di Bursa

Efek Indonesia. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menjelaskan efisiensi pasar pada Bursa Efek Indonesia. Kegunaan yang diharapkan dari penelitian ini mampu memberikan kegunaan teoritis maupun kegunaan praktis, yakni untuk kegunaan teoritis, berharap dari penelitian ini akan mampu menambah wawasan serta lebih memahami bentuk efisiensi pasar. Kegunaan praktis dapat menyumbangkan pemikiran dan masukan bagi pihak investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Suatu pasar dikatakan efisien apabila baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *abrnomal return*, setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Pasar modal yang efisien merupakan pasar yang harga dari sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 2009:256). Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Sulit bagi para pemodal untuk mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di Bursa Efek.

Jogiyanto (2015;586-596) mengemukakan bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Pasar efisien yang ditinjau

dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decissionally efficient market*).

Tandelilin (2010:569) bahwa *event study* berusaha mendeteksi respon pasar terhadap suatu peristiwa yang dipublikasikan. Pengujian respon pasar terkait dengan hipotesis efisiensi informasi (kecepatan respon pasar) dan hipotesis efisiensi keputusan (ketepatan respon pasar). Reaksi ini juga dapat diukur dengan memperhatikan adanya *return* tak normal disekitar periode pengumuman. *Return* tak normal terjadi maka pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi dan sebaliknya bila tidak ada *return* tak normal maka pengumuman tersebut tidak memiliki kandungan informasi.

(Jogiyanto, 2015:623-628) menyatakan pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* terjadi, dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika investor bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru. Investor menyerap *abnormal return* dengan lambat, maka pasar dikatakan tidak efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

Ada yang menyimpulkan bahwa pasar efisien setengah kuat bentuk informasi bila tidak adanya *abnormal return* dari sebuah pengumuman, alasannya adalah investor tidak mendapatkan keuntungan luar biasa yang merugikan orang lain (*fair game*). Penyebab lainnya adalah sebenarnya terjadi *abnormal return*, tapi *abnormal return* ini diserap dengan sangat cepat.

Kesimpulan lain menolak pasar efisien jika tidak terjadi *abnormal return* adalah jika suatu pengumuman tidak mengandung informasi, bagaimana dapat disimpulkan semudah itu bahwa pasar adalah efisien setengah kuat bentuk informasi. Tidak menimbulkan *abnormal return* dapat berarti investor tidak bereaksi, karena reaksi investor terhadap informasi yang baru ditunjukkan oleh *abnormal return* ini. Pengumuman yang tidak menimbulkan *abnormal return*, maka kesimpulan pasar efisiennya tidak jelas dan tidak terjawab.

Pengujian efisiensi pasar secara informasi bentuk setengah kuat seharusnya dilakukan setelah pengujian kandungan informasi dan urutannya sebagai berikut: (1) Ada *abnormal return* dengan kecepatan reaksi cepat maka pasar dinyatakan efisien secara informasi, (2) Ada *abnormal return* dengan kecepatan reaksi lama dan berkepanjangan maka pasar dinyatakan tidak efisien secara informasi, dan (3) Tidak Ada *abnormal return* maka pasar efisien tidak terjawab.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat hanya ditinjau dari informasi yang dipublikasikan ini disebut efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Pengujian untuk efisiensi pasar secara informasi ini tidak memperhatikan kecanggihan dari pelaku pasar di dalam menginterpretasikan dan menganalisis informasi lebih lanjut. Pelaku pasar yang cangguh akan menganalisis lebih dalam informasi yang diterima supaya mereka dapat mengambil keputusan yang tepat sehingga tidak dibodohi oleh pasar. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar keputusan (*decisionally efficient market*) yang dapat diurutkan sebagai berikut: (1) Ada *abnormal return* dengan kecepatan reaksi cepat, bernilai ekonomis, dan ketepatan reaksi benar maka pasar dinyatakan efisien secara keputusan, (2) Ada *abnormal return* dengan kecepatan reaksi cepat, tidak bernilai ekonomis, dan ketepatan reaksi salah maka pasar tidak efisien secara keputusan, (3) Ada *abnormal return* dengan kecepatan reaksi lama dan berkepanjangan maka pasar dinyatakan tidak efisien secara keputusan, (4) Tidak Ada *abnormal return* yang bernilai ekonomis dengan ketepatan reaksi salah maka pasar dinyatakan tidak efisien secara keputusan, dan (4) Tidak Ada *abnormal*

return yang bernilai ekonomis dengan ketepatan reaksi benar maka pasar efisien secara keputusan.

Efisiensi pasar secara keputusan lebih tinggi tingkatannya dibandingkan dengan pasar secara informasi. Ini berarti bahwa pasar yang efisien bentuk setengah kuat secara informasi belum tentu efisien secara keputusan. Pasar yang efisien secara keputusan juga merupakan pasar yang efisien secara informasi. Dalam 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 pengujian efisiensi pasar secara informasi hanya melibatkan dua buah faktor saja yaitu *abnormal return* dan ketepatan reaksi.

Menurut Sartono (2001:282), Dividen merupakan laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham yang merupakan tugas utama dari manajer keuangan perusahaan. Dividen adalah pembagian aktiva perusahaan kepada para pemegang saham perusahaan. Dividen dapat dibayar dalam bentuk uang tunai (kas), saham perusahaan, ataupun aktiva lainnya. Semua dividen haruslah diumumkan oleh dewan direksi sebelum dividen tersebut menjadi kewajiban perusahaan, (Tatang Ary Gumanti, 2013:21).

Investor yang membeli sekuritas di pasar modal mengharapkan *return* atau imbalan atas investasinya (Tandelililn, 2012:51). Risiko juga harus diperhatikan dalam melakukan suatu investasi karena *return* dengan risiko mempunyai hubungan yang positif yaitu semakin investor mengharapkan tingkat keuntungan yang tinggi maka semakin tinggi pula risiko yang ditanggung (Husnan, 2009:47). Risiko sering diasosiasikan dengan variabilitas atau disperse. Semakin besar

variabilitas *return* suatu asset, semakin besar kemungkinan berbeda dengan hasil yang diharapkannya. Pengukur variabilitas *return* yang paling umum digunakan adalah varians (*varians*) dan deviasi standar (*standard deviation*) (Tandelilin, 2010: 54-55).

Tandelilin (2010:102) mengatakan sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen yaitu *yield* dan *capital gain*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. *Capital gain (loss)* merupakan kenaikan atau penurunan harga suatu surat berharga baik berupa saham maupun obligasi, yang bisa memberikan keuntungan atau kerugian bagi investor. Harga investasi sekarang lebih tinggi dari harga investasi periode lalu ini berarti terjadi keuntungan modal, sebaliknya terjadi kerugian modal.

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. atau selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi atau *return* yang diharapkan investor. *Return* tak normal (*Abnormal return*) merupakan selisih *return* aktual (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006:275). *Abnormal return* menurut Jogiyanto (2015:647) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasian (*return* yang diharapkan oleh investor).

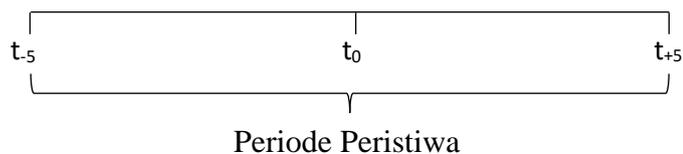
Husnan (2009:355-358), apabila dikaitkan dengan konsep pasar modal yang efisien, strategi investasi pada saham bisa dibagi menjadi dua, yaitu strategi investasi pasif dan strategi investasi aktif. Strategi mana yang akan dipilih, disamping dipengaruhi oleh sejauh mana pemodal percaya akan konsep pasar modal efisien, juga dipengaruhi oleh pengalaman pemodal, waktu investasi, dan sifat pemodal.

Kurnianingsih (2011) melakukan penelitian reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan manufaktur di BEI periode tahun 2010. Sampel yang digunakan sebanyak 45 perusahaan manufaktur. Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa Bursa Efek Indonesia mendukung bentuk efisiensi pasar setengah kuat dari sebuah pengumuman pembagian dividen. Dewi (2014) melakukan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat di BEI pada periode tahun 2013. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 177 perusahaan di delapan sektor industri BEI. Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa Bursa Efek Indonesia kurang mendukung bentuk efisiensi pasar setengah kuat dari sebuah pengumuman pembagian dividen. Berdasarkan kajian teoritis dan empiris, maka hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H: Harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan informasi pengumuman dividen di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif, karena penelitian yang dilakukan untuk mengetahui nilai variabel baik satu atau lebih independen variabel tanpa membuat perbandingan atau menghubungkan dengan variabel lain. Pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *market adjusted model*, dengan tujuan untuk memberikan kemudahan dalam melakukan perhitungan terhadap *abnormal return* yang terjadi di sekitar pengumuman. Menggunakan studi peristiwa (*event study*), dengan waktu pengamatan peristiwa pengumuman dividen yaitu 11 hari periode pengamatan tanpa periode estimasi yang ditransformasikan kedalam urutan angka -5, -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 5. Periode peristiwa tanpa menggunakan periode estimasi didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya, untuk menghindari adanya *confounding effect* atau tercampurnya informasi dari suatu peristiwa dengan peristiwa lain (Dewi, 2014).



Gambar 1. Jendela Peristiwa

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 yang melakukan pembagian dividen pada tahun 2015 dan terdaftar pada BEI. Objek dalam penelitian ini adalah *abnormal return* saham pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 dan terdaftar pada BEI. Rumusan masalah dan hipotesis yang telah diuraikan, maka variabel

yang dianalisis dalam penelitian ini adalah *abnormal return* pada periode peristiwa. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu *abnormal return*.

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Penelitian ini yang digunakan untuk mengukur *abnormal return* menggunakan *market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dan data kualitatif. Data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka-angka yang dapat diukur dengan satuan hitung (Sugiyono, 2010). Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah daftar harga saham dari laporan *closing price* perusahaan-perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas-100 periode tahun 2015 pada peristiwa yang diamati yang didapat dari Bursa Efek Indonesia. Data kualitatif adalah data yang berbentuk kata, kalimat, skema, dan gambar atau yang berupa keterangan-keterangan dan tidak berbentuk angka (Sugiyono, 2010). Data kualitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah informasi yang berkaitan dengan pengumuman pembagian dividen periode tahun 2015.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sumber data sekunder. Data sekunder adalah data-data yang telah tersedia, data yang diperoleh dari pihak lain yang sebelumnya telah dikumpulkan, diolah dan dipublikasikan,

selanjutnya dilakukan proses analisis dan interpretasi terhadap data-data tersebut sesuai dengan tujuan penelitian (Sugiyono, 2010). Penelitian ini menggunakan data Indeks Kompas-100 yang dipublikasikan oleh BEI. Data didapatkan melalui website BEI yaitu *www.idx.co.id*.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 dalam BEI tahun 2015 (1 tahun) yang terbagai atas 2 periode yaitu periode Februari – Juli 2015 dan Agustus 2015 – Januari 2016. Periode ke-2 Agustus 2015 – Januari 2016 terdapat 9 perusahaan yang keluar dan masuk ke dalam perhitungan Indeks Kompas-100. Saham perusahaan Kompas-100 di BEI pada tahun 2015 adalah sebanyak 100 emiten, emiten yang memenuhi syarat dari penelitian ini sebanyak 58 emiten. Metode yang digunakan untuk penentuan sampel adalah metode *Purposive Sampling*, merupakan teknik penentuan sampel dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2010:122). Kriteria pertama yaitu perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 periode tahun 2015. Kriteria kedua melakukan pembayaran dividen pada tahun 2015.

Tabel 1.
Jumlah Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Indeks Kompas-100 Periode 2015	109
2	Tidak Melakukan Pembayaran dividen	51
Sampel Penelitian		58

Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2016

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi non partisipan yaitu observasi yang dilakukan tanpa melibatkan diri dan hanya sebagai pengamat independen. Data diperoleh melalui pengumpulan data dengan cara melakukan pengamatan dan mencatat dengan cara mengakses BEI melalui *www.idx.co.id* dan *www.finace.yahoo.com*. Data tersebut diperoleh dalam bentuk laporan *closing price* saham pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 dan laporan historis lainnya di BEI.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini untuk menyelesaikan masalah-masalah dalam penelitian ini adalah dengan urutan sebagai berikut: Melakukan perhitungan *actual return*, *return pasar*, rata-rata *abnormal return*, *abnormal return*, dan signifikansi *abnormal return* dengan *market adjusted model* untuk masing-masing emiten adapun langkahnya-langkahnya sebagai berikut:

Menghitung *actual return* (*return* sesungguhnya), (Jogiyanto, 2015:265):

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t.

$P_{i,t}$ = Harga sekarang relatif.

$P_{i,t-1}$ = Harga sebelumnya.

Menghitung *return* pasar harian (Jogiyanto, 2015:648):

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

R_{mt} = *Return* pasar pada waktu ke-t (Indeks Kompas-100).

- IHSG_t = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t (Indeks Kompas-100).
- IHSG_{t-1} = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t-1 (Indeks Kompas-100).

Perhitungan *abnormal return* dengan *market adjusted model* untuk masing-masing emiten (Jogiyanto, 2015:659):

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,j} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- RTN_{i,t} = *Abnormal return* yang terjadi untuk sekuritas ke-i periode estimasi ke-j.
- R_{i,t} = *Return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-i periode estimasi ke-j.
- R_{m,j} = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j.

Menghitung rata-rata *abnormal return* (Jogiyanto, 2015:660):

$$RRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^k RTN_{it}}{k} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan:

- RRTN_t = Rata-rata *Abnomral Return* k-sekuritas untuk hari ke-t di periode peristiwa.
- RTN_{it} = *Abnormal Return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa.
- k = Jumlah sekuritas.

Menghitung kesalahan standar estimasi (Jogiyanto, 2015:681):

$$KSE_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (RTN_{it} - \overline{RTN})^2}{(k-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}} \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan:

- KSE_t = Kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t di periode peristiwa.
- RTN_{it} = *Abnormal Return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa.
- \overline{RTN} = Rata-rata *Abnomral Return* k-sekuritas untuk hari ke-t di periode peristiwa.
- k = Jumlah sekuritas.

Menghitung signifikansi *abnormal return* yang terjadi dengan pengujian *t-test* (Jogiyanto, 2015:682):

$$t = \frac{\overline{RTN}}{KSE_t} \dots\dots\dots (6)$$

Keterangan:

- t = *t*-hitung.
- \overline{RTN} = Rata-rata *Abnomral Return* k-sekuritas untuk hari ke-*t* di periode peristiwa.
- KSE_t = Kesalahan standar estimasi untuk hari ke-*t* di periode peristiwa.

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai *maximum*, *minimum*, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Deskripsi data dari statistik deskriptif dalam penelitian ini menggambarkan bagaimana nilai *abnormal return* dari masing-masing hari di dalam periode peristiwa.

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah residu dalam sebuah model regresi yang dibuat mempunyai distribusi normal atau tidak. Metode yang digunakan adalah dengan statistik *Kolmogorov-Smirnov*. Kriteria yang digunakan dalam pengujian ini adalah dengan membandingkan antara tingkat signifikansi yang didapat dengan tingkat α yang digunakan, dimana model regresi dapat dikatakan berdistribusi normal apabila *Asymp.sig (2-tailed)* > α . Uji normalitas yang dapat digunakan adalah uji *Kolmogorov-Smirnov*, yaitu dengan membandingkan *Z* hitung dengan *Z* tabel dengan kriteria: (1) Jika nilai probabilitas (*Kolmogorov-Smirnov*) lebih besar dari taraf signifikansi 5% (0,05), maka distribusi data dikatakan normal dan (2) Jika nilai probabilitas

(*Kolmogorov-Smirnov*) lebih kecil dari taraf signifikansi 5% (0,05), maka distribusi data dikatakan tidak normal.

Pengujian hipotesis menggunakan uji *One-Sample Test* adapun langkah-langkah dalam uji hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Menentukan taraf nyata sebesar 5% (0,05) dengan Kriteria pengujian: (1) $\text{Sig. (2-tailed)} \leq \alpha$ (0,05) atau $t\text{-Hitung} \geq t\text{-Tabel}$ maka hipotesis ditolak, dimana terdapat *abnormal return* dengan reaksi pasar lama dan berkepanjangan maka pasar dinyatakan tidak efisien bentuk setengah kuat secara informasi dan (2) $\text{Sig. (2-tailed)} > \alpha$ (0,05) atau $t\text{-Hitung} < t\text{-Tabel}$ maka hipotesis diterima, dimana terdapat *abnormal return* dengan reaksi pasar cepat dan tidak berkepanjangan maka pasar dinyatakan efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan program *Microsoft Excel* dan program *SPSS (Statistical Package for the Social Sciences)*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Indeks Kompas-100 adalah indeks saham dari 100 saham perusahaan publik yang diperdagangkan dan diterbitkan oleh BEI bekerja sama dengan koran Kompas pada hari Jumat tanggal 10 Agustus 2007. Saham tergabung dalam indeks Kompas-100 ini selain memiliki likuiditas yang tinggi, serta nilai kapitalisasi pasar yang besar, juga merupakan saham-saham yang memiliki fundamental dan kinerja yang baik. Saham-saham yang termasuk dalam Kompas-100 diperkirakan mewakili sekitar 70 - 80% dari total Rp 1.582 triliun nilai kapitalisasi pasar seluruh saham yang tercatat di BEI.

Perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas-100 yang melakukan pengumuman pembagian dividen di BEI pada periode 2015 terdiri dari tiga sektor perusahaan, dalam penelitian ini tidak terfokuskan hanya pada satu sektor melainkan seluruh sektor yang termasuk ke dalam Indeks Kompas-100. Sektor perusahaan yang melakukan pengumuman dividen pada periode 2015 meliputi sektor primer adalah penghasil bahan baku yang diperoleh dari hasil bumi atau pengelola sumber daya alam meliputi pertanian dan pertambangan. Sektor sekunder meliputi industri dasar dan kimia, aneka industri, dan industri barang konsumsi. Sektor tersier meliputi properti, real estat, konstruksi bangunan, infrastruktur, utilitas, transportasi, keuangan, perdagangan, jasa dan investasi.

Tabel 2.
Sektor Perusahaan Indeks Kompas-100 yang Melakukan Pengumuman Dividen Periode 2015

No	Sektor	Jumlah Perusahaan	Jumlah Peristiwa
1	Primer	10	11
2	Sekunder	13	16
3	Tersier	35	40
Jumlah		58	67

Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2016

Berdasarkan Tabel 2. menjelaskan bahwa penelitian ini membahas 58 perusahaan dari tiga sektor yang melakukan pembagian dividen dengan 67 peristiwa, terdapat perusahaan yang melakukan pengumuman dividen lebih dari satu kali selama periode tersebut. Hasil dan pembahasan akan diuraikan mengenai proses pengujian hipotesis. Pertama dijelaskan mengenai pengujian statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan data dalam penelitian yang meliputi

jumlah amatan, nilai minimum dan maksimum serta nilai rata-rata Nilai minimum adalah nilai yang paling rendah dari suatu distribusi data, dan nilai maksimum adalah nilai yang paling tinggi dari suatu distribusi data. Pengukuran rata-rata (*mean*) untuk mengukur nilai sentral dari suatu distribusi data.

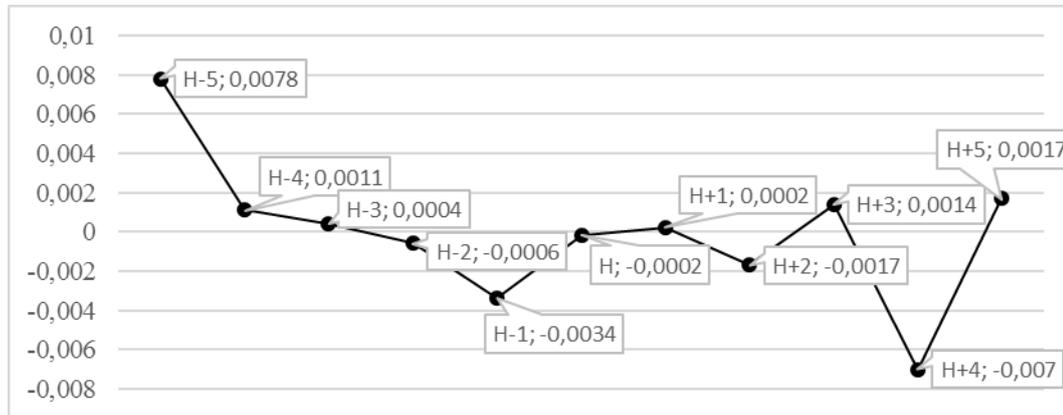
Tabel 3.
Statistik Deskriptif *Abnormal Return*

No	Hari	Nilai <i>Abnormal Return</i>				Mean
		Min	Perusahaan	Max	Perusahaan	
1	H-5	-0,0355	Kalbe Farma Tbk	0,3114	Sentul City Tbk	0,0078
2	H-4	-0,0538	AKR Corporindo Tbk	0,1257	Sentul City Tbk	0,0011
3	H-3	-0,1116	Sentul City Tbk	0,0732	Alam Sutera Realty Tbk	0,0004
4	H-2	-0,0670	Erajaya Swasembada Tbk	0,0480	Media Nusantara Citra Tbk	-0,0006
5	H-1	-0,0557	Surya Citra Media Tbk	0,1169	Sentul City Tbk	-0,0034
6	H 0	-0,0617	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	0,0797	Alam Sutera Realty Tbk	-0,0002
7	H+1	-0,0356	Summarecon Agung Tbk	0,0490	Ciputra Development Tbk	0,0002
8	H+2	-0,0563	Charoen Pokhpand Tbk	0,1381	Sri Rejeki Isman Tbk	-0,0017
9	H+3	-0,0561	Waskita Karya (Persero) Tbk	0,0470	Bumi Serpong Damai Tbk	0,0014
10	H+4	-0,0856	BPD Jawa Barat & Banten	0,1103	PP London Sumatera Plantation Tbk	-0,0070
11	H+5	-0,0436	Bank Danamon Tbk	0,0717	Sri Rejeki Isman Tbk	0,0017

Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2016

Berdasarkan Tabel 3. dapat dijelaskan bahwa nilai *abnormal return* yang paling minimum dan maksimum selama masa pengamatan 11 hari periode pengamatan diperoleh oleh perusahaan Sentul City Tbk dengan nilai minimum sebesar -0,1116 pada H-3 dan nilai maksimum sebesar 0,3114 pada H-5. Nilai

rata-rata *abnormal return* maksimum terjadi pada H-5 sebesar 0,0078, sedangkan rata-rata *abnormal return* minimum terjadi pada H+5 sebesar -0,0070.



Gambar 2. Grafik Rata-Rata *Abnormal Return* Pengumuman Pembagian Dividen Indeks Kompas-100 Periode 2015

Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2016

Gambar 2. menunjukkan adanya penurunan *abnormal return* dari kondisi H-5 – H-1 atau sebelum pengumuman pembagian dividen, diawali dengan 0,0078; 0,0011; 0,0004; -0,0006; hingga -0,0034. Pada H-1 hingga H+1 terjadi peningkatan *abnormal return* dimana dari -0,0034 meningkat menjadi 0,0002. Pada H+2 hingga H+5 terjadinya fluktuasi dari -0,0017; 0,0014; -0,0070; hingga 0,0017. Ini menunjukkan pengumuman pembagian dividen mengandung informasi yang cukup untuk membuat pasar bereaksi dimana terjadinya penurunan *abnormal return* sebelum pengumuman pembagian dividen dan setelah pengumuman pembagian dividen pasar mencari titik keseimbangan baru.

Hipotesis dalam penelitian ini adalah harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan informasi pengumuman dividen di Bursa Efek Indonesia. Sebelum

dilakukan pengujian hipotesis, maka terlebih dahulu perlu diketahui apakah data dari variabel dari rata-rata *abnormal return* disekitar periode peristiwa pengumuman dividen berdistribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas data ini menggunakan *Kolmogorov-Smirnov*.

Tabel 4.
Uji Kolmogorov-Smirnov

Variabel	N	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig (2-Tailed)	Kriteria	Keterangan
<i>Abnormal Return</i>	11	0,748	0,630	0,05	Distribusi Normal

Sumber: Hasil Pengolahan Data, 2016

Berdasarkan Tabel 4. variabel *abnormal return* dari pengumuman pembagian dividen menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,630. Hal ini menunjukkan bahwa data variabel *abnormal return* terdistribusi secara normal, hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansinya yaitu sebesar $0,630 > 0,05$ yang berarti signifikan dengan α 5% (0,05) sehingga data variabel *abnormal return* tersebut dinyatakan normal.

Tabel 5.
Uji One-Sample Test

No	t	RRTN	Sig. (2-tailed)	t-Hitung	Keterangan
1	-5	0,0078	0,1257	1,5512	Tidak Signifikan
2	-4	0,0011	0,6922	0,3946	Tidak Signifikan
3	-3	0,0004	0,8995	0,1269	Tidak Signifikan
4	-2	-0,0006	0,8297	-0,2157	Tidak Signifikan
5	-1	-0,0034	0,2381	-1,1913	Tidak Signifikan
6	0	-0,0002	0,9409	-0,0752	Tidak Signifikan
7	1	0,0002	0,9425	0,0710	Tidak Signifikan
8	2	-0,0017	0,5919	-0,5381	Tidak Signifikan
9	3	0,0014	0,5360	0,6187	Tidak Signifikan
10	4	-0,0070	0,0575	-1,9334	Tidak Signifikan
11	5	0,0017	0,5467	0,6061	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan data, 2016

Hasil pengujian menggunakan uji *One-Sample test* variabel *abnormal return*, menunjukkan variabel *abnormal return* tidak signifikan dengan kriteria

pengujian $Sig. (2-tailed) > \alpha (0,05)$ atau $t\text{-Hitung} < t\text{-tabel} (1,9966)$ maka hipotesis diterima, dimana terdapat *abnormal return* dengan reaksi pasar cepat dan tidak berkepanjangan maka pasar dinyatakan efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat *abnormal return* namun tidak signifikan. *Abnormal return* menunjukkan pengumuman dividen mempengaruhi harga-harga di pasar yang berarti pelaku pasar atau investor bereaksi terhadap pengumuman dividen sehingga harga-harga di pasar mencapai titik keseimbangan harga yang baru. *Abnormal return* terjadi dengan reaksi cepat dan tidak berkepanjangan maka Bursa Efek Indonesia dinyatakan efisien bentuk setengah kuat secara informasi (*informationally efficient market*), pengumuman pembagaian dividen tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh pengumuman dividen tersebut murah. Pelaku pasar mendapatkan pengumuman pembagian dividen melalui media cetak ataupun elektronik sehingga pengumuman dividen tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan oleh pelaku pasar seluruhnya.

Investor atau pelaku pasar bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan pengumuman dividen tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini terjadi karena investor atau pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Kurnianingsih (2011) melakukan penelitian reaksi

pasar terhadap pengumuman dividen pada perusahaan manufaktur di BEI periode tahun 2010. Sampel yang digunakan sebanyak 45 perusahaan manufaktur. Hasil penelitian diketahui bahwa Bursa Efek Indonesia mendukung bentuk efisiensi pasar setengah kuat dari sebuah pengumuman pembagian dividen. Khoiruddin dan Faizati (2014) melakukan penelitian untuk menguji reaksi pasar yang diukur dengan variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA) di sekitar pengumuman dividen (*dividend announcement*). Populasi dalam penelitian ini adalah semua pengumuman dividen dari perusahaan yang sahamnya masuk pada daftar efek syariah (DES) Indonesia pada tahun 2013, yang berjumlah 40 sampel. Hasil penelitian menunjukkan terdapat reaksi pasar di sekitar hari pengumuman dividen yang diukur menggunakan variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA).

SIMPULAN DAN SARAN

Pengumuman dividen mempengaruhi harga-harga di Bursa Efek di Indonesia dengan terdapat *abnormal return* positif dan negatif namun tidak berkepanjangan sehingga harga di pasar mencapai titik kesimbangan harga yang baru, Bursa Efek Indonesia dinyatakan efisien bentuk setengah kuat secara informasi (*informationally efficient market*) dengan pelaku pasar yang mampu menginterpretasikan pengumuman dividen dengan cepat dan baik.

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi para pelaku pasar atau investor dan peneliti-peneliti selanjutnya. Berdasarkan simpulan, disarankan sebagai berikut, sebaiknya investor menggunakan strategi investasi pasif seperti strategi *buy and hold* dan strategi *index funds*. Bagi peneliti-peneliti selanjutnya

diharapkan menggunakan peristiwa yang lain seperti peristiwa *stock split*, *right issue*, merger, akuisisi atau peristiwa yang bersumber dari kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan model estimasi seperti *mean adjusted model* dan *market model* sebagai bahan perbandingan reaksi pasar terhadap suatu peristiwa.

REFERENSI

- Blandon, Josep Garcia and Blasco Monica Martinez. 2012. The Ex-Dividend Day Anomaly in The Spanish Stock Market. *Journal of CENTRUM Cathedra* 5 (1), pp: 102-114.
- Brigham, Eugene F. 1995. *Fundamentals of Financial Management*. 7th.ed. New York: The Dryden Press.
- Case, Brad., Hardin, William G., and Wu, Zhonghua. 2012. REIT Dividend Policies and Dividend Announcements Effects During The 2008 – 2009 Liquidity Crisis. *American Real Estate and Urban Economics Association* 40 (3), pp: 387 – 421.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy, M Fakhruddin. 2006. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta. PT. Salemba Empat.
- Dewi, Luh Putu Kartika. 2014. Pengujian Pasar Setengah Kuat di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud* 3 (12). h: 3540-3557.
- Duarte-Duarte, Juan Benjamin., Pérez-Iñigo, Juan Manuel Mascareñas and Sierra-Suárez, Katherine Julieth. 2013. Testing The Efficiency Market Hypothesis for The Colombian Stock Market. *DYNA* 81 (185), pp: 100-106.
- Gumanti, Tatang Ary. 2013. *Kebijakan Dividen*. Edisi I., Yogyakarta. UPP STIM YPKN.
- Gümüş, Fatih Burak and Zeren, Feyyaz. 2014. Analyzing The Efficient Market Hypothesis with The Fourier Unit Root Tests: Evidence From G-20 Countries. *Economic Horizons* 16 (3), pp 219-230.
- Harga Penutupan Emiten dan Indeks Kompas-100 yang diunduh melalui <https://finance.yahoo.com/quote> pada tanggal 15 November 2016.

- Hidayat, Riskin. 2009. Analisis Pengumuman Pembyaran Dividen Terhadap Abnormal Return Saham pada Perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Indonesia. *POTENSIO* 10 (2), h: 33-53.
- Hidayati, Alvin Mulya. 2014. Analisis Harga Saham dan Rata-Rata Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Ex-Dividen Date (studi pada Emiten Indeks Kompas-100). *Trikonomika* 13 (1), h: 101–107.
- Husnan, Suad. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Keempat*. Edisi Keempat. Yogyakarta. BPFE.
- Jayaraman, R. and Ramaratman, M.S. 2011. A Study on Testing of Efficient Market Hypothesisi with Special Reference to Selective Indices in The Global Context: an Empirical Approach. *Journal of Arts Science & Commerce* 2 (1), pp 17-32.
- Joarde, Mohammad Abdul Munim., Ahmed, Monir Uddin., Haque Tahsina and Hasanuzzaman. 2014. An empirical Testing of Informational Efficiency in Bangladesh Capital Market. *Econ Change Restruct* 47, pp 63-87.
- Jogiyanto, Hartono. 2015. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesepuluh. Yogyakarta. BPFE.
- Khoiruddin, Moh dan Falzati, Evy Rochfa. 2014. Reaksi pasar terhadap Dividen Announcements Perusahaan yang Sahamnya Masuk Daftar Efek Syariah. *Jurnal Dinamika Manajemen* 5 (2), h: 209-219.
- Kumar, Brajesh and Pandey, Ajay. 2013. Market Efficiency in Indian Comodity Futures Markets. *Journal of Indian Business Reasearch* 5 (2), pp 101-121.
- Kurnianingsih, Heny. 2011. Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen pada Perusahaan Manufaktur (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Graduasi* 25, h: 61-67.
- Martiningsih, Rr Sri Pancawati dan Sukmawati, Kadek Reni. 2012. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Stock Split. *DISTRIBUSI* 2, h: 57-72.
- Mirdah, Andi dan Solikhin, Agus. 2009. Analisis Dampak Pengumuman Dividen Terhadap Reaksi Pasar (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2008). *Jurnal Penelitian Universitas Jambi Seri Humaniora* 11 (2), h: 17-24.
- Menike, G.P.D, M., and Man, W. 2013. Stock Market Reactions to the Release of Annual Financial Statements Case of the Banking Industry in Sri Lanka.

European Journal of Business and Management European Journal of Business and Management 5 (31), pp: 75-86.

Novianti, Mega. 2013. Changes of Return of Shares Before and After Ex-Dividend Date: Case Study in Indonesia. *Review Business & Economics Research* 2 (1). pp: 511-520.

Nurmala dan Salmah, Ninin Non Ayu. 2015. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Right Issue di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya* 13 (3), h: 331-342.

Pengumuman Pembagian Dividen yang diunduh melalui <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/beritadanpengumuman/pengumuman.aspx> pada tanggal 11 November 2016.

Putra, Imam Rafiyal dan Arfan, Muhammad. 2013. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Kas (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi* 6 (1), h: 40-53.

Ranganathan, Thiagu and Ananthakumar. 2014. Market Efficiency in Indian Soybean Futures Markets. *International Journal of Emerging Market* 9 (4), pp: 520-534.

Samsul, Mohamad. 2010. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta. Erlangga.

Sanyal, Pradipta Kumar., Gahan, Padma and Gupta, Smarajit Sen. 2014. Market Efficiency in Emerging Economics: An empirical Analysis. *GMJ* 8, pp: 22-38.

Sartono Agus. 2001. *Manajemen Keuangan dan Teori Aplikasi*. Yogyakarta. BPF.

Sheikhabaehi, Ali., Mohd, Hassan Mohd Osman and Ismail, Abd Rahman. 2012. Information Content in Dividend Announcements, a Test of Market Efficiency in Malaysian Market. *International Business School, University Technology Malaysia (UTM-IBS), Kuala Lumpur, Malaysia. International Business Research* 5 (12), pp: 38-45.

Šonje, Velimir., Alajbeg, Denis and Bubaš, Zoran. 2011. Efficient Market Hypothesis: Is The Croatian Stock Market as (in) Efficient as The U.S. Market. *Financial Theory and Practice* 35 (3), pp: 301-326.

Sugiyono, 2010. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabet.

Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portfolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.

Yulia, I Gusti Ayu Artisca dan Artini, Luh Gede Sri. 2015 Dampak Pengumuman Dividen terhadap Abnormal Return pada Perusahaan LQ 45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud* 4 (12), h: 4449-4476.

Young, Michael and Bacon, Frank. 2012. The Federal Open Market Committee and The Federal Funds rate: A Test of Market Efficiency. *Academy of Banking Studies Journal* 11 (2), pp: 81-92.

Weston, J. F. dan Copeland, T. E. 1997. *Manajemen Keuangan*, Edisi Sembilan. Jakarta: Penerbit Bina Rupa Aksara.

Woodard, Jessica H. and Bacon, Frank. 2015. Government Shutdown: A Test of Market Efficiency. *Proceeding of ASBBS* 22 (1), pp: 480-490.