

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR BENTUK SETENGAH KUAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Luh Putu Kartika Dewi¹
Luh Gede Sri Artini²

¹Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: kartikadewiluhputu@yahoo.com / telp: +62 85 73 72 22 30 2

²Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui efisiensi pasar bentuk setengah kuat di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode observasi *non participant* yaitu dengan mengambil data pada Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan adalah *abnormal return* perusahaan yang melakukan pengumuman dividen selama tahun 2013 dan memperoleh data sebanyak 177 perusahaan dengan 195 peristiwa. Hasil pengolahan data menggunakan uji *t-test* menemukan hasil bahwa terdapat 5 peristiwa yang terbukti signifikan secara statistik, hal tersebut mengindikasikan pasar kurang mendukung efisiensi pasar bentuk setengah kuat, sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen dan hipotesis penelitian ini ditolak.

Kata Kunci: *Efficient market hypothesis, semi strong, event study, dividen, abnormal return*

ABSTRACT

The aim of this research is to find out the semi-strong form of market efficiency in the Indonesian Stock Exchange. This research used a non-participant observation method is to take the data on the Indonesia Stock Exchange. The data used is the abnormal return companies that make dividend announcements during 2013 and obtain as much data as 177 companies with 195 events. The results of processing the data using t-test results found that there are 5 events that proved to be statistically significant, indicating that the market is less supportive of market efficiency semi-strong form, so it can be concluded that the market does not react to the announcement of the dividend and the research hypothesis was rejected.

Keywords: *Efficient market hypothesis, semi strong, event study, dividend, abnormal return*

PENDAHULUAN

Hipotesis Pasar Efisien menyatakan bahwa pada pasar efisien harga sekuritas terevaluasi dengan cepat oleh informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut. Menurut Fama (1970) (dalam Tandelilin, 2010:223), mengklasifikasi bentuk pasar efisien ke dalam tiga kategori: efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*),

efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*), dan efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*). Penelitian kali ini berfokus pada pengujian efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*) karena pada pasar ini, *return* tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman suatu peristiwa sebagai representasi dari respon pasar terhadap pengumuman tersebut. Suatu pasar dinyatakan efisiensi setengah kuat apabila informasi tersebut terserap atau direspon dengan cepat oleh pasar. *Return* tak normal yang berkepanjangan (lebih dari tiga *spot* waktu) mencerminkan sebagian respon pasar terlambat dalam menyerap atau menginterpretasikan informasi, dan dengan demikian dianggap pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat. Pada 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*) secara lebih spesifik menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*). 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*) adalah selisih antara *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). Selisih dari kedua *return* dapat berupa selisih positif dan selisih negatif. Jika *return* tak normal positif berarti *return* yang sesungguhnya lebih besar dari *return* yang diharapkan oleh investor. Situasi seperti inilah yang dikehendaki oleh investor untuk bertransaksi di sekitar periode pengumuman dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di atas normal, akan tetapi jika situasi yang terjadi adalah sebaliknya maka pasar akan bereaksi negatif. Dana yang telah disiapkan untuk melakukan transaksi akan ditarik kembali oleh investor dan investor akan menunggu waktu yang tepat untuk berinvestasi kembali. Dalam hal ini, para pelaku pasar perlu melakukan analisis lebih lanjut apakah pengumuman yang telah dipublikasikan memiliki kandungan informasi dan menghasilkan *return* tak normal yang positif di sekitar pengumuman. *Return* tak normal positif akan menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Dalam penelitian ini *return* tak normal di ambil dari pengumuman pembagian dividen.

Watts (1976) menggunakan sampel sebanyak 310 perusahaan dalam periode 1946-1967 untuk menguji kandungan informasi dari dividen. Dengan menggunakan model ekspektasi dividen oleh Lintner, Watts menemukan nilai *return* tak normal (dihitung dengan menggunakan model pasar) yang tidak signifikan. Nilai *return* tak normal ini tidak melebihi biaya transaksi yang harus ditanggung. Di Nairobi, Kiremu *et al.* (2013) juga menemukan hal yang serupa dengan melakukan penelitian di *Nairobi Stock Exchange*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa *return* tak normal tidak signifikan pada tingkat probabilitas 5%. Ini menunjukkan respon pasar yang negatif yang ditunjukkan dengan respon pasar yang tidak

Woolridge (1982) menggunakan 376 pengumuman dividen selama tahun 1971 sampai dengan 1976. Menemukan hasil bahwa pasar bereaksi terhadap perubahan positif dan negatif dari nilai dividen secara cepat dalam waktu sehari setelah pengumuman. Healy dan Palepu (1988) juga mempelajari 131 perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya (*dividend initiation*) dan 172 perusahaan yang tidak membayar dividen yang pertama kalinya (*dividend omission*). Ditemukan bahwa *dividend initiation* dan *dividend omission* membawa informasi ke pasar.

Adanya hasil penelitian yang bervariasi terkait pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat maka penelitian ini mendapatkan peluang untuk melakukan penelitian lebih lanjut.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Pasar Modal Efisien

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Menurut Tandelilin (2010:219), pasar modal efisien adalah pasar modal dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi informasi masa lalu, informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar yang dapat mempengaruhi perubahan harga.

Efisiensi Dalam Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong*)

Harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*,

dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan di masa yang akan datang). Pada pasar ini, *return* tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman (publikasi) suatu peristiwa sebagai representasi dari respon pasar terhadap pengumuman tersebut.

Pengujian *Return* Tak Normal (*Abnormal Return*)

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). *Return* tak normal digunakan dalam penelitian studi peristiwa untuk menganalisis apakah suatu peristiwa mempunyai kandungan informasi atau tidak dan juga untuk menguji efisiensi pasar (Marina, 2005) (dalam Pratama, 2013).

Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa (*event study*) merupakan suatu metodologi yang digunakan untuk mengamati pengaruh dari adanya suatu peristiwa terhadap perubahan harga sekuritas (Catranti, 2009) (dalam Pratama, 2013). Studi Peristiwa juga merupakan penelitian yang mengamati reaksi pengumuman informasi yang dipublikasikan terhadap suatu peristiwa sebagai pengumuman dari harga sekuritas.

Dividen

Menurut Sartono (2001:282), Dividen merupakan laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham yang merupakan tugas utama dari manajer keuangan perusahaan. Dalam pembagian dividen perusahaan selalu

mempertimbangkan proporsi antara pembayaran terhadap pemegang saham dan reinvestasi ke dalam perusahaan. Dividen ini dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal merupakan dimana suatu pengumuman dianggap sebagai sinyal yang positif karena manajer perusahaan akan menyampaikan prospek masa depan yang baik ke publik. *Dividend Signaling Theory* menyatakan bahwa pengumuman perubahan dividen merupakan pertanda bagi perkiraan manajemen atas laba perusahaan. Alasan sinyal ini didukung dengan kenyataan bahwa perusahaan yang melakukan pengumuman merupakan perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik.

Hipotesis

Aharony dan Swary (1980) menggunakan model ekspektasi dividen sederhana (*naïve model*) dan model ekspektasi Lintner yang dikembangkan. Sampel mereka adalah dividen kuartalan yang meliputi 149 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976. Dengan menggunakan indeks pasar S&P, mereka menghitung *return* tak normal selama 10 hari di sekitar tanggal pengumuman dividen. Mereka menemukan bahwa pasar bereaksi dalam interval waktu 2 hari saja, yaitu sehari sebelum dan sehari pada waktu pengumuman dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan pasar sudah cukup efisien

dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini yang terlihat bahwa pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat.

Asquith dan Mullins (1983) mempelajari sampel dari perusahaan-perusahaan yang tidak pernah membayar dividen selama paling sedikit 10 tahun. Sampel mereka terdiri dari 168 perusahaan dari tahun 1954 sampai dengan 1980. Sama dengan yang dilakukan oleh Aharony dan Swary, perusahaan yang mengumumkan laba dan dividen bersamaan dalam waktu 10 hari, tidak digunakan sebagai sampel. Mereka menemukan bahwa pembayaran dividen pertama kalinya tersebut meningkatkan kekayaan pemegang saham sebesar 3,7% selama dua hari. Hasil menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi.

Di Indonesia, Novianti dan Yunanto (2013) melakukan penelitian untuk menganalisis efek pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham (*return*) sebelum dan sesudah *ex-dividend date* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode Januari- Desember 2010 di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 27 perusahaan yang tergabung dalam kelompok saham *50 Biggest Kapitalisasi Pasar*. Berdasarkan hasil pengolahan data diketahui bahwa pengumuman kenaikan dividen berpengaruh positif pada *return* saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Berdasarkan uraian di atas, maka jawaban sementara (hipotesis) dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H: Bursa Efek Indonesia berbentuk setengah kuat secara informasional.

METODE PENELITIAN

Objek penelitian ini adalah emiten yang melakukan pengumuman pembagian dividen dan memperoleh *return* tak normal di Bursa Efek Indonesia tahun 2013. Data diperoleh dalam bentuk *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan laporan historis lainnya melalui www.idx.co.id. di BEI tahun 2013.

Variabel dalam penelitian ini adalah *return* tak normal, dimana *return* tak normal 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).

Return tak normal diperoleh dengan cara membandingkan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) dengan *return* yang sesungguhnya (*actual return*). Tingkat keuntungan sesungguhnya adalah selisih dari harga saham periode sekarang dengan periode sebelumnya. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan pengukuran *Market model*, dengan tujuan untuk memberikan kemudahan dalam melakukan pendeteksian terhadap *return* tak normal. Penelitian kali ini akan menggunakan studi peristiwa (*event study*) dimana waktu yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 11 hari dalam rentan waktu perusahaan melakukan pengumuman dividen di pasar modal, yang ditransformasikan kedalam angka -5, -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 5. Periode jendela didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya, dimana reaksi pasar terhadap sinyal yang diberikan sangat cepat dan disamping itu untuk

menghindari adanya *confounding effect* atau tercampurnya informasi dari suatu peristiwa dengan peristiwa lain.

Untuk mencari *Return* Tak Normal maka diperlukan perhitungan sebagai berikut:

- 1) Menghitung *actual return* (Jogiyanto, 2010:207):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$ = *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

- 2) Menghitung *return* pasar harian (Jogiyanto, 2010:207):

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

Keterangan:

R_{mt} = *return* pasar pada waktu ke-t.

$IHSG_t$ = indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t

$IHSG_{t-1}$ = indeks Harga Saham Gabungan hari ke- $t-1$

- 3) Meregresikan *return* pasar harian dengan *actual return* untuk mendapatkan

alpha dan beta:

$$\beta = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \quad \alpha = \frac{\sum Y - \beta(\sum X)}{n}$$

Keterangan:

Y = *return* saham harian yang sesungguhnya atau R_{it} .

X = *return* pasar (R_{mt})

n = periode Pengamatan

4) Menghitung *expected return* (Tandelilin, 2010:574):

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

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *Expected return*

R_{mt} = *return* Pasar harian

5) Perhitungan *return* tak normal untuk masing-masing emiten (Jogiyanto, 2010:580):

$$AR_{it} = R_{it} - E_{Rt}$$

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal Return*

R_{it} = *Actual Return*

E_{Rt} = *Expected Return*

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang melakukan pembayaran dividen dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013 (1 tahun). Seluruh populasi yang didapat akan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini yang disebut dengan metode sensus. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode observasi non partisipan yaitu peneliti dapat melakukan observasi sebagai pengumpul data tanpa ikut terlibat dari fenomena yang diamati (Indriantoro dan Supomo, 2009: 159) (dalam Pratama, 2013). Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah uji *t-test* dan analisis dalam penelitian ini menggunakan program *software* SPSS dan *Microsoft Excel*.

HASIL PEMBAHASAN

Deskripsi Perusahaan Sampel

Penelitian ini membahas 177 perusahaan dengan 195 peristiwa pengumuman dividen di delapan sektor industri yang ada di Bursa Efek Indonesia periode 2013. Dalam peristiwa tersebut, terdapat beberapa perusahaan yang melakukan pengumuman dividen lebih dari satu kali dalam periode tersebut. Kedelapan sektor perusahaan tersebut, yang paling banyak melakukan pengumuman dividen adalah sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebanyak 54 peristiwa, dan sektor Pertanian yang paling sedikit melakukan pengumuman dividen yakni sebanyak 11 peristiwa. Sektor perusahaan yang lainnya melakukan peristiwa pengumuman dividen secara merata.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan uji *t-test*. Berdasarkan hasil pengolahan yang diperlihatkan pada Tabel 1 menunjukkan rata rata hasil pengujian $-1.645 < t \text{ hitung} < 1.645$. Hasil pengujian menggunakan *t* hitung ini menunjukkan hasil yang signifikan dan tidak signifikan.

Tabel 1

Uji t

No	T	A_t	S	t hitung
1	-5	-0,0166	0,0291	-0,5722
2	-4	0,1001	0,0354	2,8265

3	-3	0,0352	0,0290	1,2134
4	-2	-0,0034	0,0293	-0,1145
5	-1	0,0256	0,0280	0,9168
6	0	-0,0455	0,0239	-1,9085
7	1	0,1543	0,0385	4,0092
8	2	0,0662	0,0320	2,0667
9	3	0,0444	0,0271	1,6374
10	4	0,0049	0,0260	0,1890
11	5	-0,1412	0,0395	-3,5708

Hasil perhitungan t hitung yang disajikan pada Tabel 1 dengan aproksimasi distribusi *student t* dengan derajat bebas 30, diketahui nilai t tabel adalah 1,645 untuk pengujian dua sisi. Berdasarkan distribusi t tersebut diketahui bahwa peristiwa ke h-4, h, h+1, h+2, dan h+5 terbukti lebih besar dari t tabel. Artinya penelitian tersebut terbukti signifikan secara statistik. Peristiwa ke h dan h+5 bertolak belakang dengan prediksi teori signaling, sedangkan peristiwa yang memberikan hasil signifikan lainnya sesuai dengan prediksi teori signaling. Peristiwa ke h-5, h-3, H-2, h-1, h+3, dan h+4 terbukti memberikan hasil yang tidak signifikan. Namun demikian 6 peristiwa yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan mengindikasikan pasar kurang mendukung efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Gonedes (1978) menemukan bahwa dividen tidak membawa informasi ke pasar. Watts (1976) menemukan nilai *abnormal return* yang tidak signifikan. Aprifiantini (2003) menarik kesimpulan bahwa pengumuman pembayaran dividen sebagai salah satu informasi yang dipublikasikan

tidak memberi kandungan informasi dan tidak menimbulkan suatu reaksi pasar. Wahyuni (2012) menarik kesimpulan bahwa tidak terdapat reaksi pasar terhadap peristiwa pengumuman pembagian dividen. Idealnya, respon pasar bersifat simultan dan tidak terjadi *time lag* antar pelaku pasar. Dengan kata lain hasil yang mendukung hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat terjadi bila jumlah peristiwa yang signifikan hanya ada 1 atau 2 peristiwa saja.

Menurut Tandelilin (2010:586), pada prinsipnya efisiensi pasar bentuk setengah kuat terbukti bila hanya terdapat satu atau dua peristiwa yang terbukti menghasilkan *return* tak normal berbeda dari nol, atau terbukti signifikan. Efisiensi secara keputusan terbukti bila tanda (positif atau negatif) atau besaran *return* tak normal sesuai dengan prediksi teori.

Berdasarkan hasil Uji t ditemukan 5 peristiwa yang terbukti signifikan secara statistik dan hasil peristiwa yang signifikan memberikan tanda yang bersifat ganda, yaitu beberapa penelitian bertanda negatif dan penelitian lainnya bertanda positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen, sehingga hipotesis penelitian ini ditolak. Hal ini dapat terjadi karena terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan pelaku pasar yang lainnya terhadap suatu informasi yang sama. Kondisi ini terjadi karena penyebaran informasi tidak merata sehingga ada sebagian pelaku pasar yang menerima informasi tepat waktu, sebagian menerima informasi dengan terlambat dan sisanya mungkin tidak menerima informasi sama sekali.

Kemungkinan lain dari kondisi ini adalah pemilik informasi memang tidak berniat untuk menyebarkan informasinya untuk kepentingan mereka sendiri. Kondisi seperti ini disebut *information asymmetric* dimana sebagian pelaku pasar mempunyai informasi dan sebagian tidak mempunyai informasi. Mereka yang mempunyai akses privat terhadap informasi dan menggunakannya untuk bertransaksi disebut dengan *insider trader*. Perdagangan sekuritas yang menggunakan informasi privat ini disebut dengan *insider trading* yang merupakan kegiatan yang melanggar hukum, karena merugikan pelaku pasar lainnya yang tidak mendapatkan informasi yang bersangkutan. *Insider trader* biasanya merupakan orang-orang yang mempunyai akses privat ke sistem informasi, seperti misalnya dalam penelitian ini adalah manajer-manajer di dalam perusahaan emiten yang mengetahui informasi privat perusahaannya dibandingkan dengan orang lain yang berada di luar perusahaan.

Investor adalah individual-individual yang lugas (*naïve investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*). Untuk pasar yang tidak efisien, masih banyak investor yang bereaksi terhadap informasi secara lugas (*naïve fashion*), karena mereka mempunyai kemampuan yang terbatas di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Oleh karena mereka tidak canggih, maka seringkali mereka melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas tersebut dinilai secara tidak tepat.

Dikaitkan dengan teori yang ada yaitu teori *signaling* menyatakan bahwa terdapat peristiwa yang dapat memberikan sinyal terhadap reaksi informasi yang ada

di pasar. Saat pengumuman telah dipublikasikan maka pelaku pasar menganalisis dan memilih informasi yang baik (*good news*) atau informasi yang buruk (*bad news*). Pada penelitian ini para investor beranggapan bahwa pengumuman dividen tidak membawa informasi (*bad news*) yang tidak dapat memberikan prospek perusahaan yang baik di masa mendatang. Dilihat secara fundamental dividen dianggap tidak dapat meningkatkan harga saham untuk masa yang akan datang sehingga tidak bisa menghimpun dana yang akan digunakan perusahaan dalam mengembangkan usahanya oleh para investor. Hal ini membuat para investor kurang yakin bahwa dividen akan memberikan kinerja yang baik bagi perusahaan kedepannya.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Hasil pengujian data menggunakan uji *t-test* menunjukkan bahwa tidak terdapat kandungan informasi di dalam pengumuman dividen. Hasil pengujian juga menunjukkan hasil bahwa terdapat 5 peristiwa yang menunjukkan nilai signifikan yang mengidentifikasi bahwa pasar kurang mendukung bentuk efisiensi pasar setengah kuat. Dalam penelitian ini terdapat *insider trader* dimana mereka yang mempunyai akses privat terhadap informasi dan menggunakannya untuk bertransaksi sebelum informasi resmi diterbitkan yang menguntungkan dirinya sendiri.

Investor adalah individual-individual yang lugas (*naïve investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated*) yang mempunyai kemampuan yang terbatas di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima.

Investor beranggapan bahwa pengumuman dividen tidak membawa sinyal yang positif atau tidak membawa informasi yang baik (*bad news*) yang tidak dapat memberikan prospek perusahaan yang baik di masa mendatang. Hal ini membuat para investor kurang yakin bahwa dividen akan memberikan kinerja yang baik bagi perusahaan kedepannya.

Saran

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi investor, bagi perusahaan, dan bagi penelitian-penelitian selanjutnya. Berdasarkan simpulan yang ada, penelitian ini dapat memberikan saran-saran sebagai berikut.

- 1) Berdasarkan hasil kesimpulan, sebaiknya investor menggunakan alat analisis fundamental di dalam melakukan analisis investasi.
- 2) Bagi peneliti-peneliti selanjutnya diharapkan dapat lebih menyempurnakan penelitian ini, dan melakukan pengamatan di sektor lain, agar peneliti dapat lebih jelas untuk mengamati reaksi pasar.
- 3) Kelemahan dalam penelitian ini terletak dalam keterbatasan metode untuk menghitung *abnormal return* yang digunakan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan metode perhitungan *abnormal return* lainnya seperti *Mean Adjusted Model* dan *Market Adjusted Model* sebagai bahan pembanding.

REFERENSI

- Aharoni J. & Swary, I. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *Journal of finance*, Vol.1(1): 1-11.
- Aprifiantini, Tri Nengah. 2003. Analisis Perbedaan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Unika Soegijapranata, Semarang.
- Asquith, P., and Mullins, D. Jr. 1983. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, Vol.56(1): 77-97.
- Gonedes, N. J. 1978. Evidence on the Information Content of Accounting Numbers: Accounting –based and Market-based Estimates of Systematic Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8. hal. 407-443.
- Healey, P., and K. Palepu. 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Financial Economics* 21, 149-175.
- Jogiyanto, Hartono. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPF.
- Kiremu, Mercy Kangai Gatabi, Nebat Galo, Adolphus Wagala, and James Kinyua Mutegi. 2013. Stock Price and Volumes Reaction to Annual Earnings Announcement: A Case of the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business, Humanities and Technology*, Vol. 3(2): 101-111.
- Novianti, M., Medyawati, H., & Yunanto, M. 2013. Changes Of Return Shares Before and After ex-Devidend Date: Case study in Indonesia. *Rev. Integr. Bus. Econ. Res.* Vol 2(1): 511-520.
- Pratama, Surya. 2013. Analisis Perbandingan Right Issue Terhadap Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Jurusan Manajemen Keuangan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Denpasar.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. Bpfe. Yogyakarta.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.

Tandelilin, Eduardus. 2010. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Ketujuh. Kanisius. Yogyakarta.

Wahyuni, A. S. 2012. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Perusahaan Yang Termasuk Kategori LQ 45. *Skripsi*. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Denpasar.

Watts, R. L., Zimmerman. 1976. Toward a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *Accounting Review* 53. hal 112-134.

Wooldridge, J. R. 1983. Dividend Changes and Security Prices. *Journal of Finance*, Vol.38(5): 1607-1615.

www.idx.co.id